

移动互联，龙跃九州

2016 年 5 月 16 日

投资要点

- 市场回顾与行业展望。**(1) **市场回顾。**截至 2016 年 5 月 4 日，新三板累计挂牌 TMT 企业数达到 2128 家，从挂牌企业数量、股份数量、业绩表现、融资效率等维度，TMT 板块仍为新三板最活跃的板块之一。(2) **行业趋势。**移动数据流量的爆炸式增长正推动整个 IT 底层基础设施的快速发展，大数据对产业生产力的提升逐步获得市场认可，智能硬件连接万物；企业应用层面，受益于底层基础设施完善以及用户使用习惯的形成，传统企业软件业务商业模式正面临重构；个人应用层面，移动互联网进入加速变现阶段，PC 互联网、海外互联网蕴含系统性机会。
- 底层设施：DT 时代真正驾临，智能硬件实现万物互联。**(1) 大数据对产业生产力的提升正获得市场认可，伴随着底层数据可获得性、计算及存储能力、分析算法的持续改善，国内大数据产业发展客观基础已经具备。目前国内大数据产业正处于发展初期阶段，产业中短期合理市场规模应在 500 亿元左右。我们判断未来国内产业发展路径有望和全球市场基本一致，并体现出一定的本土特色。数据源、基础技术、数据应用、数据安全各环节均存在明确市场机会。(2) 在智能+和大数据的浪潮下，得入口者得天下，智能硬件时代中“一切皆为入口”。在“大众创业、万众创新”的创业浪潮和政策红利，十余年的供应链深厚积淀，多层次资本市场和众筹模式带来的融资便利，以及全球领先的工程师红利共同驱动下，未来中国的智能硬件行业料将迎来高速发展期。
- 企业应用：企业级 SaaS 的春天。**IaaS 基础设施的普及、用户习惯向云端迁移等因素正推动传统企业软件商业模式的变革，SaaS 相较于传统软件具有按需付费、快速部署等多项突出优势，当前国内 SaaS 产业的发展正处于起步阶段，我们判断产业未来在产品形态、竞争格局、商业模式等方面的发展将基本沿袭美国市场路径，通用模块先行，垂直模块不断涌现。当前时点看好通用领域的龙头企业，以及积极布局垂直领域的领先企业。
- 个人应用：移动游戏、移动营销持续高速增长，PC 互联网、海外互联网充满机遇。**(1) 商业模式层面，国内移动互联网正通过广告、游戏业务加速变现，移动广告、移动游戏长期仍有望保持高速增长；(2) 承载终端层面，PC 互联网在用户流量、商业变现方面仍保持相对稳定，同时伴随 PC 互联网市场竞争减弱，PC 广告、游戏等细分领域蕴含系统性市场机会。(3) 市场区域层面，全球互联网市场发展路径殊途同归，国内互联网企业全球市场竞争力持续提升，建议关注产品运营能力、商业模式创新能力突出，并积极布局海外市场的国内互联网企业。
- 风险因素。**TMT 行业竞争持续加剧风险，宏观经济低迷导致新三板公司融资受阻风险；新三板公司自身体量较小所带来的经营波动风险。
- 投资策略。**TMT 板块仍为新三板最具活力板块之一，具体到相应投资策略，我们建议从底层设施领域的大数据、智能硬件，企业应用领域的企业级 saas，以及个人应用市场三条主线展开，重点推荐奥迪威、海鑫科金、网映文化、遥望网络、华清飞扬、光音网络、瓦力科技。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			评级	
		15	16E	17E	18E	15	16E	17E		18E
奥迪威	13.77	0.46	NA	NA	NA	30	NA	NA	NA	暂无
海鑫科金	15.59	0.3	0.56	0.82	1.16	52	28	19	13	买入
网映文化	NA	0.37	1.51	3.34	6.26	NA	NA	NA	NA	买入
遥望网络	NA	0.6	1.97	2.82	3.66	NA	NA	NA	NA	买入
华清飞扬	66.00	3.55	5.11	7.04	8.93	19	13	9	7	买入
光音网络	95.96	2	3.56	5.71	7.61	48	27	17	13	买入
瓦力科技	27.24	1.02	NA	NA	NA	27	NA	NA	NA	暂无

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
 余公司股价选取为 5 月 13 日价格

注：华清飞扬股价选取为公司最近一轮定增价格，其



中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103
 邮件：huyl@citics.com
 执业证书编号：S1010510120019

刘凯

电话：021-20262109
 邮件：kailiu@citics.com
 执业证书编号：S1010516050001

联系人：陈俊云

电话：0755-23835437
 邮件：chenjunyun@citics.com

相关研究

- 新三板大数据行业深度报告-DT 时代真正驾临 (2016-05-05)
- 人工智能专题报告之硬件篇—“智能+”万物，硬见未来 (2016-04-26)
- 人工智能专题报告之营销篇—人工智能和大数据时代的广告营销变革与重构 (2016-04-26)
- 新三板企业级 SaaS 行业深度报告-行业春天已经来临 (2016-02-17)
- 新三板市场互联网营销行业 2016 年投资策略—大数据时代的营销变革与重构 (2015-11-30)
- 新三板市场 TMT 行业 2016 年投资策略—数据为基，开启 IT 新时代 (2015-11-27)
- 新三板内容产业系列研究报告之一：内容价值显现，三驾马车合力开启手机游戏产业新篇章 (2015-10-12)
- 新三板互联网营销行业深度研究报告之一—微信商业帝国强势崛起，O2O、微商和互联网金融浪潮风起云涌 (2015-06-26)
- 新三板市场互联网营销行业 2015 年下半年投资策略—智慧生活大幕开启，营销浪潮风起云涌 (2015-05-12)
- 新三板市场 TMT 行业 2015 年下半年投资策略—风起云涌，掘金盛宴 (2015-05-11)

目录

投资聚焦	1
投资观点	1
创新之处	1
风险因素	1
市场回顾与行业展望	2
市场回顾：TMT 继续成为新三板最为活跃的板块之一	2
行业展望：移动互联网带动产业变革.....	4
底层基础设施：DT 时代真正驾临，智能硬件连接万物	9
DT 时代真正驾临	9
硬件入口：“智能+”万物，硬见未来	13
企业应用市场：企业级 saas 的春天	18
国内企业级 SaaS 发展客观条件已经成熟.....	18
美国市场：平稳演进，较消费互联网存在显著差异	19
国内市场：大概率复制美国市场发展路径	20
个人应用市场：移动互联网商业变现加速，PC 互联网、海外互联网充满机遇	22
移动游戏：产品类型重度化趋势明显，关注电子竞技等细分领域机会	22
移动营销：人工智能和大数据时代的广告营销变革与重构	24
PC 互联网：用户流量趋稳、市场竞争减弱形成系统性市场机会	27
海外互联网市场：全球市场发展路径殊途同归，国内企业参与海外市场竞争力明显提升	29
风险因素	31
投资策略	31
重点公司分析	32
奥迪威（832491）：16 年深厚积淀的中国知名传感器解决方案提供商	32
海鑫科金（831428）：多生物识别、智慧公安、大数据并驾齐驱，助力业绩腾飞	33
网映文化（834902）：国内领先电竞赛事运营商	34
遥望网络（834448）：流量聚合、手游公会双轮驱动，布局手游生态链	35
华清飞扬（834195）：稳步发展的国内领先网游厂商	36
光音网络（835505）：场景营销强势来袭，双轮驱动抢滩登陆	37
瓦力科技（832638）：专注打造进口级产品的互联网厂商	38

插图目录

图 1: 新三板累计挂牌企业数	2
图 2: 新三板做市转让企业数	2
图 3: 新三板各板块发行股本总量	2
图 4: 新三板各板块可交易股份总量	2
图 5: 新三板各板块 2015 年收入情况	3
图 6: 新三板各板块 2015 年净利润情况	3
图 7: 新三板各板块做市企业 2015 年收入情况	3
图 8: 新三板做市企业 2015 年净利润	3
图 9: 新三板各细分行业定增实施完成数	3
图 10: 新三板各细分行业定增募集金额	3
图 11: 国内移动互联网接入流量	4
图 12: 阿里巴巴云计算收入数据	4
图 13: 阿里云、亚马逊 AWS 收入增速数据	4
图 14: 国内专业 CDN 服务市场规模	5
图 15: 国内运营商收入占比变化	5
图 16: 全球产生数据规模	5
图 17: 国内产生数据规模	5
图 18: AlphaGo 采用深度学习算法基本原理	5
图 19: 美国 IaaS 公司的成熟带动 SaaS 公司的崛起	6
图 20: 美国企业级 SaaS 投融资规模	6
图 21: 国内企业级 SaaS 领域融资项目数	6
图 22: 美国 SaaS 服务在企业软件中渗透率	6
图 23: 国内移动营销市场规模及增速	7
图 24: 国内移动游戏市场销售收入及增速	7
图 25: 国内移动互联网用户规模	7
图 26: 国内 PC 端流量排名 TOP 5 网站覆盖用户走势	8
图 27: 全球各主要地区互联网、智能手机渗透率 (2015)	8
图 28: 全球连接设备爆发式增长	9
图 29: 国内大数据市场融资额	10
图 30: 国内大数据市场融资企业类别 (2015)	10
图 31: Hadoop 和 NoSQL 基础软件市场规模	10
图 32: 国内大数据市场收入结构 (2014)	11
图 33: 全球大数据市场收入结构 (2014)	11
图 34: 国内 X86 服务器市场份额分布	12
图 35: 国内存储设备市场份额分布	12
图 36: 大数据环境下的融合技术架构	12
图 37: 中国大数据市场营收结构 (按行业, 2014)	13
图 38: “互联网+”的浪潮改造了众多传统行业	14
图 39: “智能+”浪潮引领物联网产业从“万物互联”走向“万物智能”	14

图 40: “智能+”浪潮和物联网“万物智能”时代的四大根基.....	15
图 41: 九大场景分别创造 GDP 规模	15
图 42: 物联网潜在经济效益.....	16
图 43: 2015 年物联网技术总支出	16
图 44: 2017 年部分智能硬件细分领域的市场空间和复合增速	16
图 45: 四大驱动力助力中国智能硬件浪潮兴起.....	17
图 46: 四类公司有望在智能硬件行业脱颖而出.....	18
图 47: 国内互联网用户在各终端使用时长分布.....	18
图 48: 全球企业级 SaaS 市场份额分布 (2015H1)	19
图 49: 全球企业软件市场份额分布 (2013)	20
图 50: 全球企业级 SaaS 市场份额分布 (2013)	20
图 51: 国内当前 SaaS 企业产品方向分布 (2015)	20
图 52: 传统软件售卖模式下企业现金流.....	21
图 53: SaaS 模式下企业现金流.....	21
图 54: 国内电子竞技产业相关参与方	22
图 55: 国内电竞用户规模	23
图 56: 国内电竞市场规模	23
图 57: 近一年 H5 游戏上线数量	24
图 58: 国内在运营 H5 游戏类型分布 (2015Q3)	24
图 59: 国内 H5 游戏的主要分发渠道 (2015)	24
图 60: 预计 2018 年我国网络广告将达 4000 亿	24
图 61: 预计 2018 年移动广告占比 55%.....	24
图 62: 用户数据的构成	25
图 63: 2013-2017 年中国程序化购买展示广告市场规模	25
图 64: 移动广告网络与移动程序化购买两种模式流程示意图	26
图 65: 海外移动广告平台营业收入对比.....	26
图 66: 微信支付+公众平台构造微信商业化生态闭环	27
图 67: 场景营销.....	27
图 68: 国内 PC 互联网经济规模	28
图 69: 国内每年上线网游数量	28
图 70: 国内 PC 互联网经济各细分市场规规模.....	28
图 71: 海外各主要区域移动游戏市场增速对比.....	29
图 72: 海外主要区域移动游戏市场收入/下载量数据 (2014~2015)	29
图 73: 海外主要区域移动游戏市场增速表现	29
图 74: 全球移动游戏市场成熟度.....	30
图 75: 国内网游自主研发产品收入规模.....	30
图 76: 国内网游产品海外销售收入规模	30

表格目录

表 1: 互联网各细分类别 PC 端、移动端规模对比 (2015)	7
表 2: 国内 PC 端网站流量排名 TOP 5 (2015)	7
表 3: 全球智能手机出货量分布 (2015)	8
表 4: 大数据基础技术发展趋于成熟	9
表 5: 全球大数据应用领域代表性案例	9
表 6: 美国市场大数据来源分布 (2015)	10
表 7: 全球主要代表性大数据企业主要覆盖行业 (2013)	11
表 8: 大数据产业数据源环节发展趋势	11
表 9: 国内主要大数据交易所	11
表 10: 大数据安全主要涉及模块	13
表 11: 传统企业软件&SaaS 成本结构对比	19
表 12: 美国企业级 SaaS 发展路径	19
表 13: 美国 SaaS 行业各细分领域参与企业列表	19
表 14: 国内年度融资额 TOP 9 SAAS 企业目标客户分布 (2015)	20
表 15: 传统互联网公司、企业软件公司、新兴企业从事 SaaS 业务的优劣势分析	21
表 16: 国内代表性新兴 SaaS 企业列表	21
表 17: 国内企业级 SaaS 企业量化评估标准	21
表 18: apple store 中国区游戏类应用畅销榜 TOP 10 产品列表	22
表 19: 国内电竞赛事潜在市场规模测算(2015, 仅包括赛事运营本身)	23
表 20: 国内电竞赛事运营、赛事衍生规模测算	23
表 21: 各地区 apple store&google play 非游戏类应用下载量排行 (按公司, 2015)	30
表 22: 奥迪威财务数据和估值分析	32
表 23: 海鑫科金财务数据及盈利预测	33
表 24: 网映文化财务数据及盈利预测	34
表 25: 遥望网络财务数据及盈利预测	35
表 26: 华清飞扬财务数据及盈利预测	36
表 27: 光音网络财务数据和估值分析	37
表 28: 瓦力科技财务数据	38

投资聚焦

投资观点

移动数据流量爆发式增长所带来的系统性机会。自 2012 年开始，国内移动数据流量持续呈现爆发式增长，我们预计该种趋势长期仍将持续，数据流量的增长直接带动云计算及存储、CDN、流量经营等底层基础设施领域的发展和繁荣，并呈现相互促进、互为依托的局面。云计算基础设施的完善、数据可获得性改善以及相关智能算法的趋于成熟，国内大数据产业正在快速崛起，并形成系统性的产业机会。参考美国市场经验，国内 IaaS 能力的趋于成熟正带动 SaaS 产业的发展，国内企业软件过去有限的市场规模有望在 SaaS 时代获得明显改善。

消费互联网领域结构性变化所孕育的细分机会。国内移动互联网从 2013 年爆发到目前已经经历近 3 年高速增长，细分领域来看，电商板块在移动端表现已经超越 PC 端，营销、网络游戏在移动端单位用户 ARPU 较 PC 端仍存在较为明显差距，因此我们判断移动营销、移动游戏市场中短期高速增长的态势仍存内在动力；参与企业纷纷向移动互联网转型，使得 PC 端市场竞争激烈度显著改善，各细分领域的龙头企业业绩有望迎来明显改善的机会，经历近 20 年的发展，国内互联网企业在产品运营、商业模式创新方面已经实现全球领先，上述能力突出的国内互联网厂商有望在广阔的海外互联网市场率先觅得机会。

创新之处

国内 TMT 板块发展趋势系统性分析。我们沿着底层基础设施、企业应用、个人应用的分析框架对当前时点 TMT 板块的市场现状以及发展趋势进行了深入的系统分析，并在此基础上提出各细分板块的投资机会并展开分析阐述。

PC 互联网、海外互联网市场机会的首次提出。我们从商业模式、承载终端、市场区域分布等核心维度，首次提出国内 PC 互联网、海外互联网市场的系统性机会，并分析指出最可能具有投资机会的细分板块。

风险因素

行业风险。TMT 行业竞争持续加剧风险，宏观经济低迷导致新三板公司融资受阻风险。

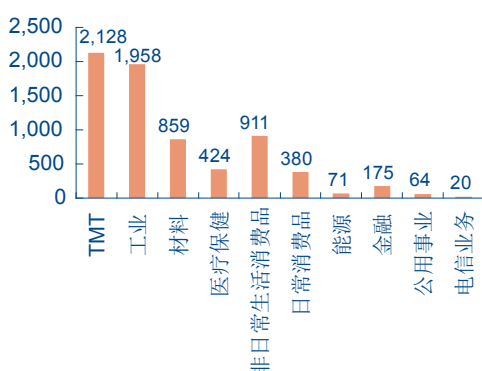
公司风险。新三板公司自身体量较小所带来的经营波动风险，以及对单一业务过度依赖风险，公司核心人员流失风险。

市场回顾与行业展望

市场回顾：TMT 继续成为新三板最为活跃的板块之一

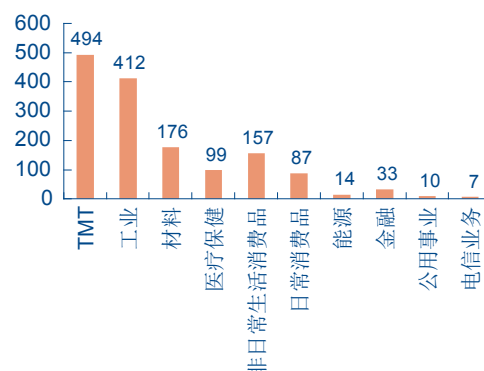
挂牌企业数量方面，截至 2016 年 5 月 4 日，新三板累计挂牌 TMT 企业数达到 2128 家，其中做市转让企业数达到 494 家，在新三板各行业板块中位列第一；企业业绩表现方面，新三板 TMT 相关企业 2015 年共实现收入 2549 亿元，实现净利润 175 亿元，其中做市企业实现收入 945 亿元，净利润 69.49 亿元，数据表现仅次于工业板块。企业融资方面，TMT 企业今年以来累计完成定增 388 次，累计融资 225 亿元。从挂牌企业数量、股份数量、业绩表现、融资效率等维度，TMT 板块继续保持为新三板最为活跃的板块之一。

图 1：新三板累计挂牌企业数（家）



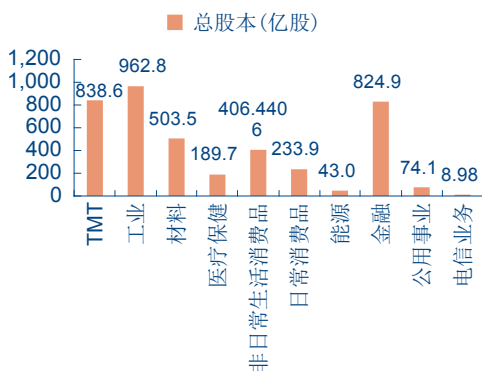
资料来源：Wind，中信证券研究部整理
注：统计日期截至 2016.05.04

图 2：新三板做市转让企业数（家）



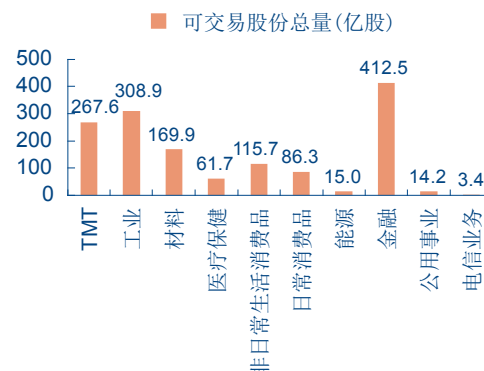
资料来源：Wind，中信证券研究部整理
注：统计日期截至 2016.05.04

图 3：新三板各板块发行股本总量



资料来源：Wind，中信证券研究部整理
注：统计日期截至 2016.05.04

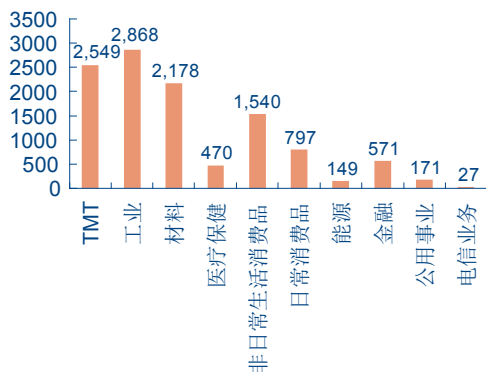
图 4：新三板各板块可交易股份总量



资料来源：Wind，中信证券研究部整理
注：统计日期截至 2016.05.04

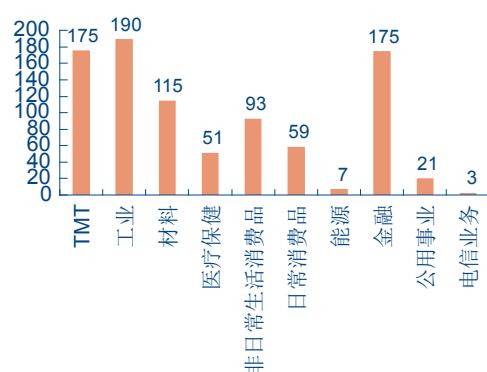


图 5：新三板各板块 2015 年收入情况（亿元）



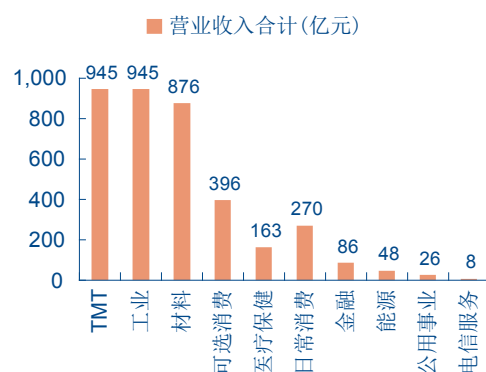
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：新三板各板块 2015 年净利润情况（亿元）



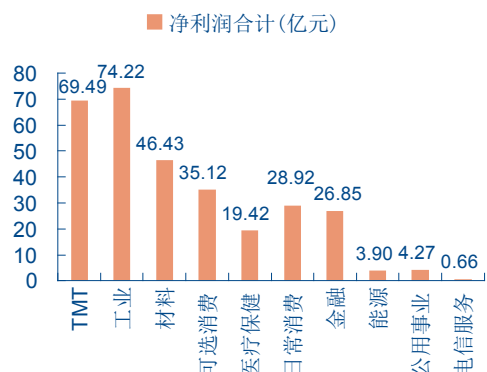
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：新三板各板块做市企业 2015 年收入情况（亿元）



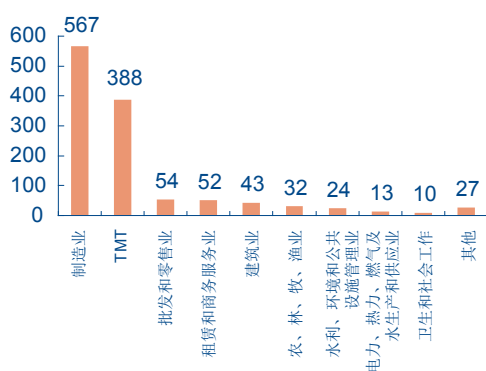
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 8：新三板做市企业 2015 年净利润（亿元）



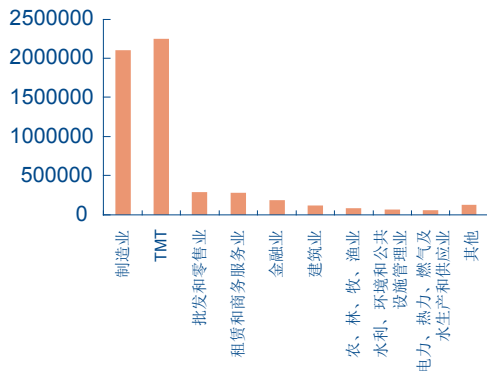
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 9：新三板各细分行业定增实施完成数（笔）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理
注：统计时间为 2016.1.1-2016.5.3

图 10：新三板各细分行业定增募集金额（万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理
注：统计时间为 2016.1.1-2016.5.3

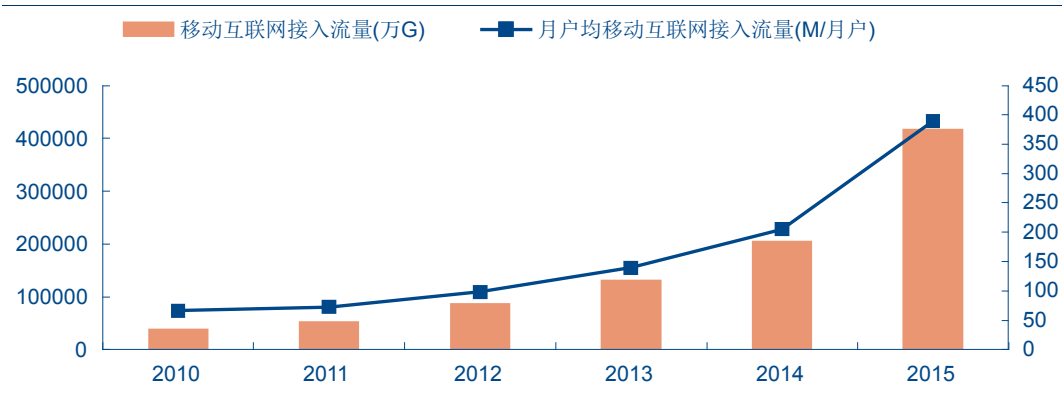
行业展望：移动互联网带动产业变革

底层基础设施：移动互联网流量高速增长、基础设施持续完善互相促进

2015 年，国内移动互联网用户 DOU 达到 400MB，较 2014 年增长近一倍，移动互联网数据流量的增长直接带动计算及存储、数据传输、终端应用环节的整体繁荣和发展：

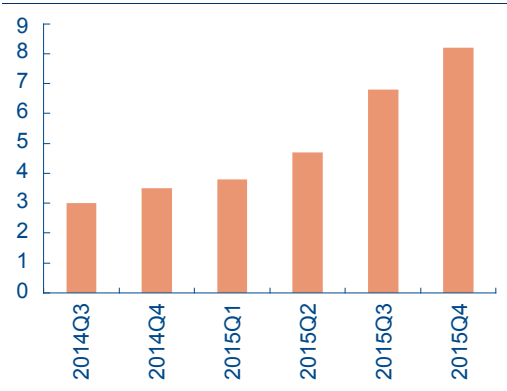
- 1) **计算及存储环节**，全球云计算巨头亚马逊，以及占据国内公有云市场超过 30% 份额的阿里巴巴在云计算业务领域均实现爆发式增长，其中阿里巴巴 2015 年同比增幅超过 100%，整体收入接近 25 亿元。
- 2) **数据传输环节**，国内专业 CDN 服务市场规模在 2015 年达到 56 亿元，较 2014 年增长近 50%，市场自 2010 年以来一直维持 50% 及以上增幅。流量业务在运营商整体收入中占比在 2015 年接近 70%，流量经营正在成为运营商、第三方服务商全力突破的市场。
- 3) **终端应用环节**，伴随着底层计算及存储能力、传输管道的改善，线上数据规模迎来爆炸式增长，研究机构中投顾问预计在 2020 年国内数据规模将接近 40ZB。同时 AlphaGo 在围棋领域战胜人类选手标志着基础分析算法又向前迈进了一大步。

图 11：国内移动互联网接入流量



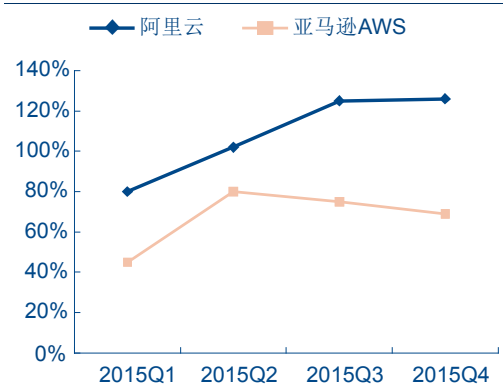
资料来源：工信部，中信证券研究部整理

图 12：阿里巴巴云计算收入数据(亿元)



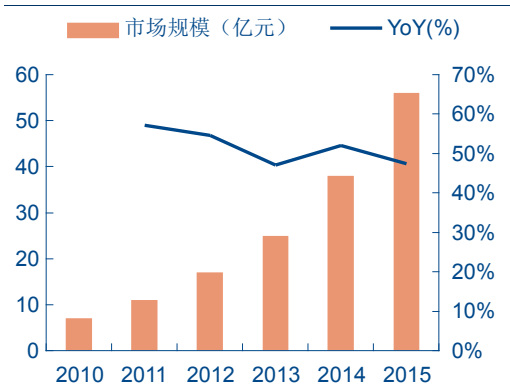
资料来源：阿里巴巴公开财报，中信证券研究部整理

图 13：阿里云、亚马逊 AWS 收入增速数据



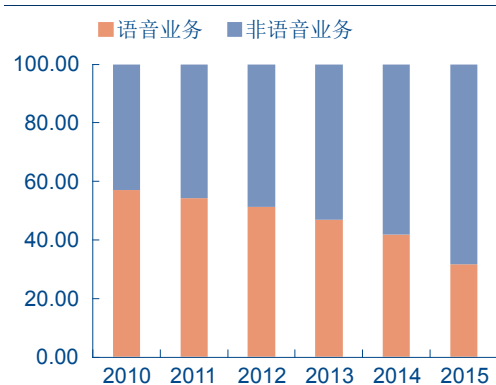
资料来源：阿里巴巴、亚马逊公开财报，中信证券研究部整理

图 14: 国内专业 CDN 服务市场规模



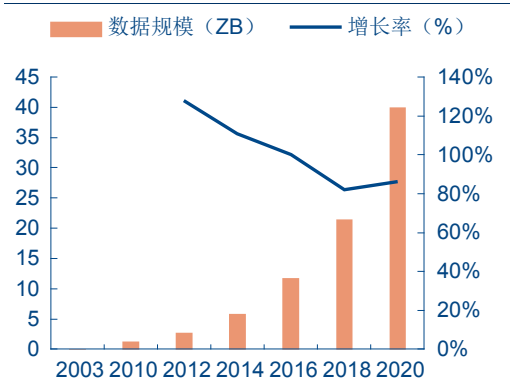
资料来源: 中国信息通信研究院, 中信证券研究部整理

图 15: 国内运营商收入占比变化 (%)



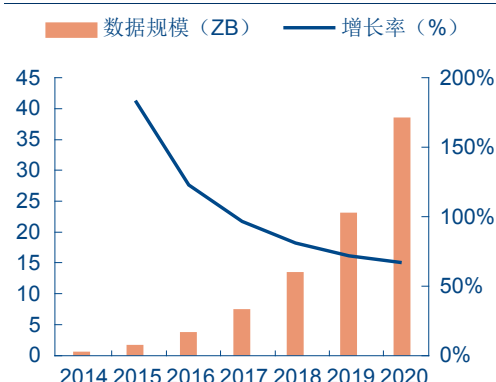
资料来源: 工信部, 中信证券研究部整理

图 16: 全球产生数据规模 (ZB)



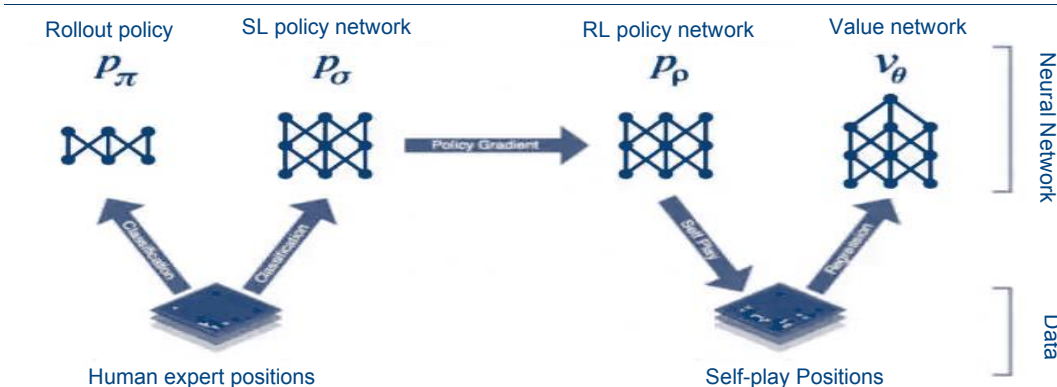
资料来源: IDC, 中信证券研究部整理, 注: 2016 年起为预测值

图 17: 国内产生数据规模 (ZB)



资料来源: 中投顾问, 中信证券研究部整理, 注: 2015 年起为预测值

图 18: AlphaGo 采用深度学习算法基本原理

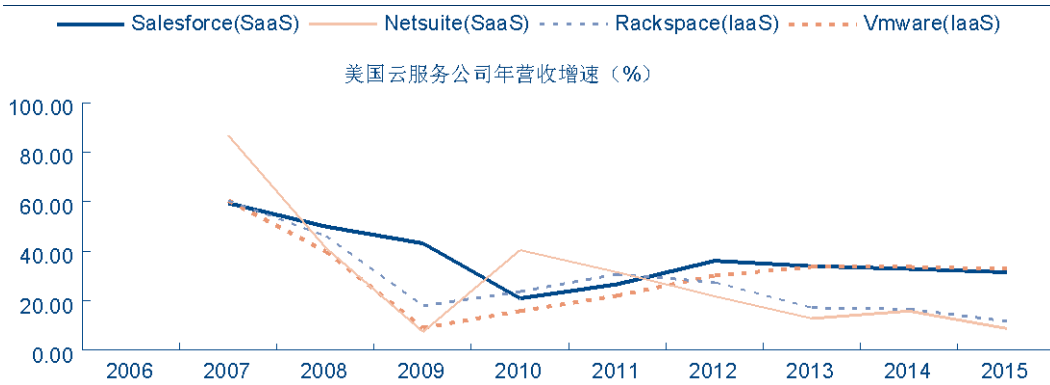


资料来源: Google DeepMind, 中信证券研究部整理

企业应用市场：传统软件业务商业模式正迎来改变

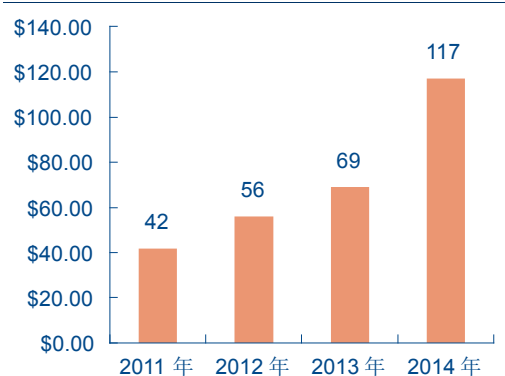
在美国市场，底层 IaaS 能力的完善正带动上层 SaaS 服务的崛起，2014 年，美国在 SaaS 领域投融资额超过 100 亿美元，截止 2015 年底，美国市场上市 SaaS 相关企业超过 50 家，SaaS 领域巨头 salesforce 的市值已经超过绝大多数传统软件企业，同时 SaaS 在美国企业软件市场的渗透率已经超过 20%，并呈现稳步向上增长态势。中国市场中，2015 年前三季度国内 SaaS 领域投融资项目数超过 200 个，借助底层云计算及存储能力的完善，以及移动互联网对用户使用习惯的培养，国内 SaaS 产业正在紧跟海外市场布局，并快速崛起。

图 19: 美国 IaaS 公司的成熟带动 SaaS 公司的崛起



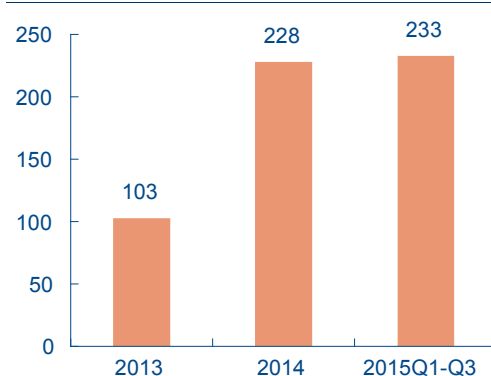
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部整理

图 20: 美国企业级 SaaS 投融资规模(亿美元)



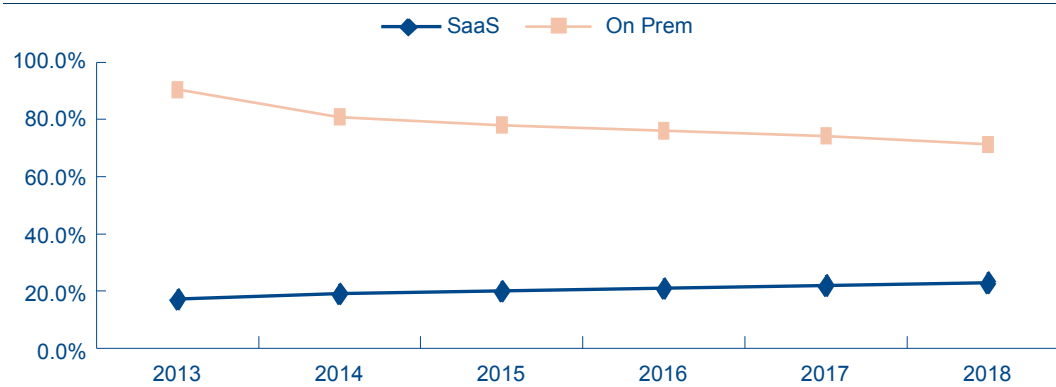
资料来源: IDC, 中信证券研究部整理

图 21: 国内企业级 SaaS 领域融资项目数(个)



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部整理

图 22: 美国 SaaS 服务在企业软件中渗透率



资料来源: IDC, 中信证券研究部整理 注: 从 2015 年起为预测数据

个人应用市场: 移动互联网商业变现加速, PC 互联网、海外互联网充满机遇

我们沿着商业模式、承载终端、市场区域分布等维度来捕捉目前市场的整体变化规律和趋势。

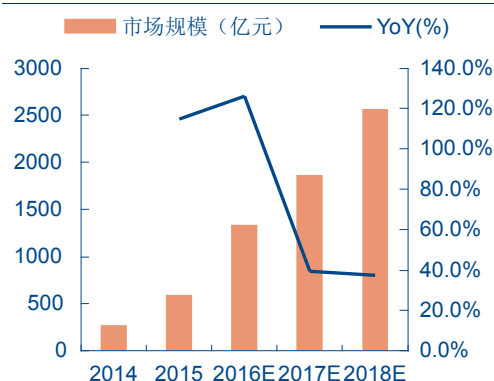
- 1) **商业模式。**我们观察互联网业务的三大商业变现方式: 游戏、广告、电子商务, 目前移动电商业 GMV 整体已经超过 PC 端, 但在广告和游戏业务部分, 目前移动端商业化进程仍处于较低水平, 较 PC 端仍存在显著差距, 而近年来移动广告、移动游戏市场的持续高速增长也基本符合上述规律。

表 1：互联网各细分类别 PC 端、移动端规模对比（2015）

	市场规模（亿元）		用户数量（亿人）		单位用户贡献(元)		
	PC 端	移动端	PC 端	移动端	PC 端	移动端	PC/移动
网络经济整体	7,702.2	3,918.1	6.8	6	1132.7	653.0	1.7
在线零售	17,200.0	21,000.0	3.5	3	4914.3	7000.0	0.7
数字广告	1504.5	592.5	6.8	6	221.3	98.8	2.2
网络游戏	832.6	514.6	2.5	3.9	333.0	131.9	2.5

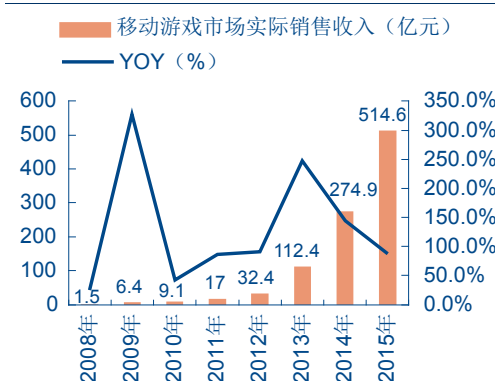
资料来源：艾瑞咨询，CNNIC，中信证券研究部整理

图 23：国内移动营销市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部整理

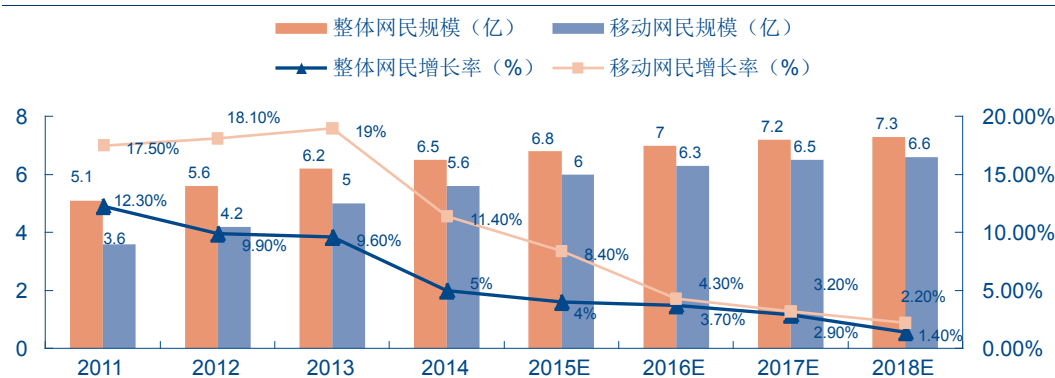
图 24：国内移动游戏市场销售收入及增速



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

2) **承载终端**。基于两个维度的推演，我们判断国内 PC 端用户流量长期将保持稳定状态，出现急剧下滑的概率极小。(1) 用户规模，根据 CNNIC 的数据统计，从 2015 年开始，移动端用户规模增速出现明显放缓，且从移动端新增用户来源结构上看，移动端新增用户主要由纯互联网新增用户构成，来自于 PC 互联网用户转化的占比已经降至一个极低的水平，也就是说 PC 用户向移动端的迁移已经趋于稳定。(2) 用户流量，我们统计了 2015 年国内流量排名 TOP 5 的网站覆盖用户量数据，发现整体保持稳定。

图 25：国内移动互联网用户规模



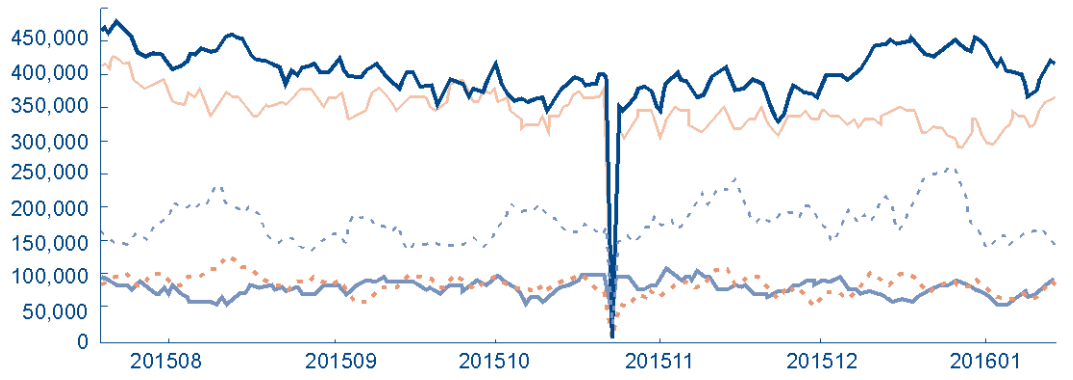
资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

表 2：国内 PC 端网站流量排名 TOP 5（2015）

NO	排名
1	百度
2	腾讯网
3	淘宝网
4	新浪网
5	新浪微博

资料来源：alexa，中信证券研究部

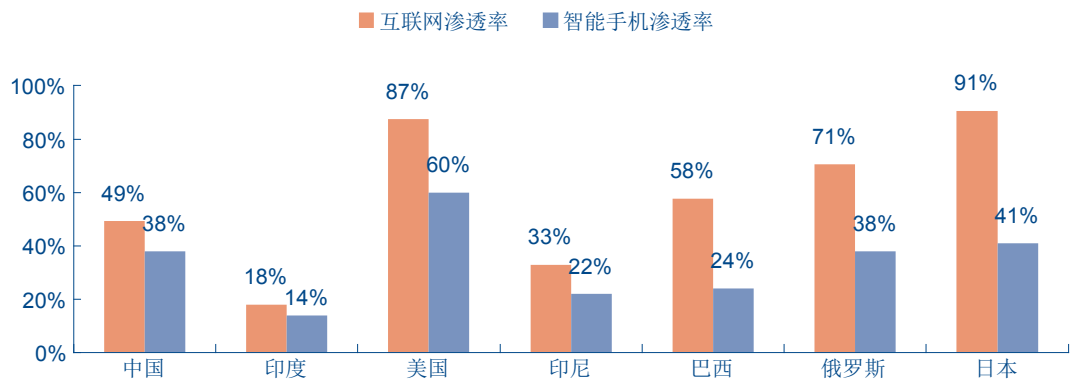
图 26: 国内 PC 端流量排名 TOP 5 网站覆盖用户走势 (独立访问者/百万)



资料来源: <http://www.chinarank.org.cn>, 中信证券研究部整理

3) **市场区域。**从 PC 互联网、移动互联网的区域人群渗透率来看, 目前大量发展中国家互联网仍处于发展初级阶段。华为、小米等国内终端厂商在全球市场的优异出货量表现正为国内互联网企业走向海外市场提供可行的承载渠道, 经历多年的模仿和自我探索, 以网络游戏为例, 国内互联网公司在全球市场竞争力已经处于较高水平。同时以猎豹、久邦数码为代表的企业已经在全球市场实现突破, 国内互联网公司借助自身在产品运营、商业模式方面的优势进军全球市场正变得越来越可行。

图 27: 全球各主要地区互联网、智能手机渗透率 (2015)



资料来源: IDC, 中信证券研究部整理

表 3: 全球智能手机出货量分布 (2015)

品牌	出货量 (千台)	市场份额 (%)
三星	320,219.70	22.5%
apple	225,850.60	15.9%
华为	104,094.70	7.3%
联想	72,748.20	5.1%
小米	65,618.60	4.6%
其他	635,368.50	44.6%
合计	1,423,900.30	100.0%

资料来源: Gartner, 中信证券研究部整理

底层基础设施：DT 时代真正驾临，智能硬件连接万物

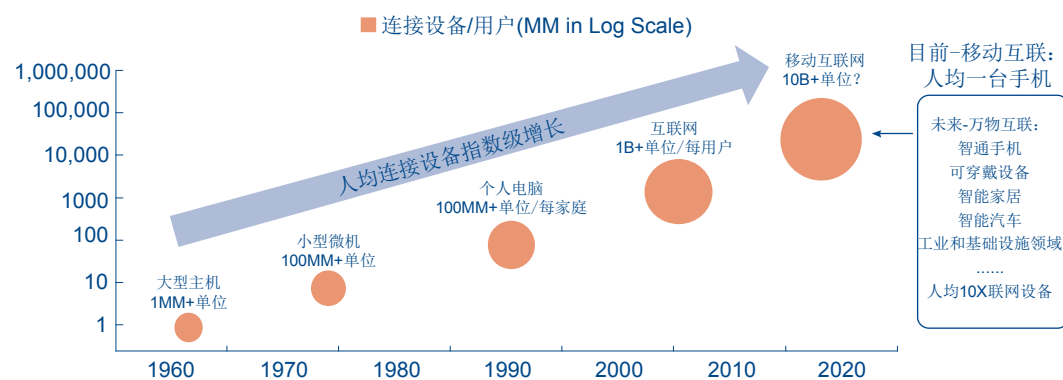
DT 时代真正驾临

国内大数据市场爆发的核心要件已经具备

基于对影响产业发展的核心因素的分析，立足当前时点，我们判断国内大数据产业已经具备规模爆发的可能性：

- **数据源：在线数据爆发式增长，数据源可获得性、流动性明显改善。**互联网的发展创造了大量的线上数据，同时互联网和传统行业的融合，以及 IOT 时代的到来，数据的可获得途径正在持续拓宽，互联网加速数据间的流动和融合。

图 28：全球连接设备爆发式增长



资料来源：Morgan Stanley，中信证券研究部整理

- **基础技术：计算、存储、分析技术不断成熟。**2006 年，分布式计算和存储框架 hadoop 项目被提出，后续围绕 hadoop 的技术生态不断发展，大数据相关计算、存储、分析技术不断成熟和完善。

表 4：大数据基础技术发展趋于成熟

时间	主要技术	描述
2003-2004	GFS、MapReduce	Google 提出，确立分布式文件系统、分布式计算模型的理论基础
2006	Hadoop	开源的分布式计算框架，分布式计算开始大规模普及
2006	Bigtable	Google 设计的分布式数据存储系统
2007 至今	分布式计算、存储、分析技术	围绕 hadoop 的技术生态不断成熟

资料来源：中科院计算所网站，中信证券研究部整理

- **分析应用：大数据的价值正在获得持续认可。**伴随着企业和机构对大数据重视度的提升，大数据的商业价值正在逐步显现，各行业积极探索和大数据相结合的应用场景，例如 palantir 在协助美国政府进行反恐、国土安全等领域的突出表现。

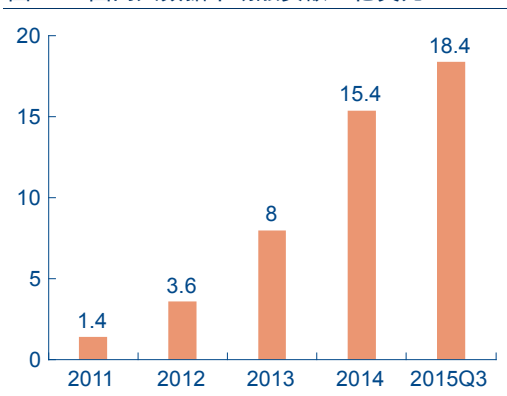
表 5：全球大数据应用领域代表性案例

类别	代表性实例
国土安全	美国大数据公司 Palantir 协助美国政府开展反恐、政府安全等活动，例如本拉登抓捕行动
交通运输	Inrix 借助旗下车辆资源，借助大数据预测未来交通信息和路况
精准营销	Facebook、BAT 借助其他平台海量用户行为数据实现平台广告精准投放
医疗救护	ExpressScripts 根据患者历史数据帮助患者选择最优的医疗服务

资料来源：中科院计算所网站，中信证券研究部整理

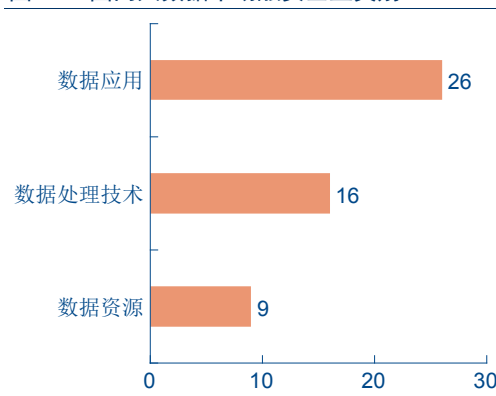
- **政策与资本：政府大力推进，资本热情持续高涨。**近一年来，中央政府强力推动数据开放和大数据运用，国务院常务会议曾 10 次提及“互联网+”和大数据战略，强调提高数据的开放程度和搭建数据共享平台。基于对市场前景的一致预期，国内大数据行业投资热度不断上升。根据 36 氪的数据，仅 2015 年在国内融资的大数据创业公司就超过 50 家，企业获得投资额预计超过 20 亿美元。

图 29：国内大数据市场融资额（亿美元）



资料来源：36 氪，中信证券研究部整理

图 30：国内大数据市场融资企业类别（2015）



资料来源：36 氪，中信证券研究部整理

全球市场：新兴数据分析企业借助技术+行业认知快速崛起

据 Wikibon 数据，全球大数据市场规模在 2015 年突破 400 亿美元，产业发展初具规模，同时全球市场发展具有如下典型特征：

- **数据源：形成多层次、融合的大数据来源，**包括企业内数据、商业数据以及独立第三方机构数据源。

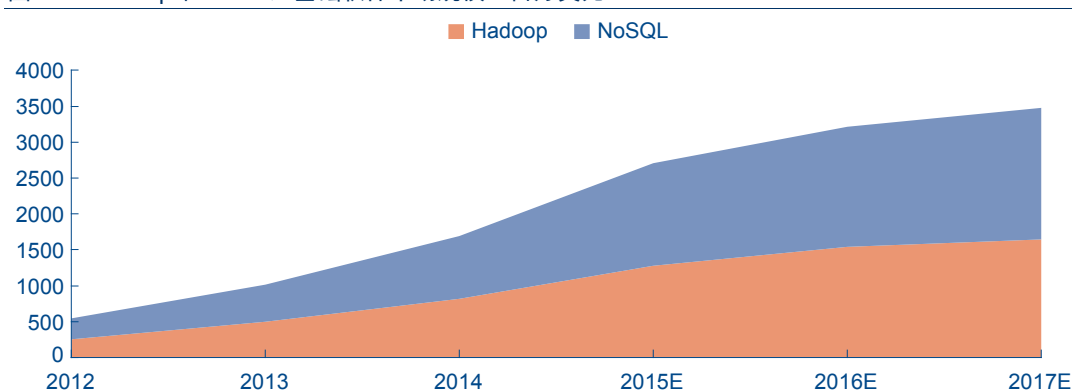
表 6：美国市场大数据来源分布（2015）

类别	数据说明
企业内部数据	结构化数据：SAP、oracle、sql server、DB2、mysql 等 非结构化数据：Cassandra、Riak、Spark、CouchDB、MongoDB 等
商业数据	Marketto：（数字营销）、Mailchimp（电子邮件）、LinkedIn（社交&HR）、Seton Healthcare（医疗）、Gracenote（音乐）、Optimizely（网站 A/B 测试）、Zendesk（顾客满意度）、SugarCRM（销售信息）、Xero（财务信息）、Factual（位置信息）等
第三方数据	社交媒体数据：Radian6、DatSift 网络爬虫：import.io、kimono 政府公开数据：Data.gov

资料来源：IDC，中信证券研究部整理

- **基础技术&分析：基础软件模块整体空间有限，**市场收入主体主要由数据分析服务和基础硬件模块构成，开源工具引入使得软件模块整体空间非常有限。

图 31：Hadoop 和 NoSQL 基础软件市场规模（百万美元）



资料来源：Wikibon，中信证券研究部整理

- **数据应用：技术、行业认知驱动新兴数据分析企业崛起**，以 palantir、splunk 为代表的企业依托突出的技术，以及对特定行业的深刻认知，迅速打破传统 IT 企业的壁垒，并在特定细分行业领域占据主导地位。

表 7：全球主要代表性大数据企业主要覆盖行业（2013）

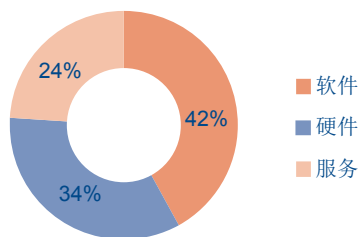
企业名称	主要业务	覆盖行业
Palantir	数据分析	政府、金融、电信
Pivotal	数据仓库、数据分析	电信、金融、IT、医疗等
Splunk	数据分析	电信、能源和公共事业、金融服务、医疗保健
Mu Sigma	数据分析	银行、医疗、零售、IT 等
Actian	数据分析	电信、金融、政府、医疗

资料来源：Wikibon，中信证券研究部整理

国内市场：和全球市场发展路径基本一致

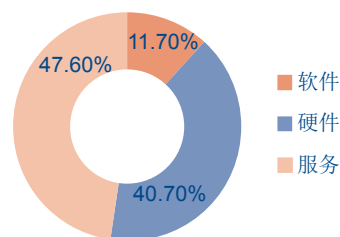
发展阶段：产业整体快速发展，但仍处于初级阶段。数据分析服务在整体产业收入占比代表着大数据市场发展成熟度，当前数据分析服务在国内大数据产业中的占比仍保持较低水平（24%），和全球市场以数据分析服务为主（近 50%）的情况存在明显差异，国内市场发展整体滞后于全球市场。据易观数据，2015 年国内大数据市场规模已经突破 100 亿元，同期全球市场突破 400 亿美元，国内市场长期发展空间广阔。

图 32：国内大数据市场收入结构（2014）



资料来源：Gartner，中信证券研究部整理

图 33：全球大数据市场收入结构（2014）



资料来源：Gartner，中信证券研究部整理

数据源：国内数据来源将由多主体构成，数据定价问题仍有待解决。在数据源环节，大数据具有区别于传统数据分析的典型特征，大数据价值的最大化需要依赖于消除过去的数据孤岛，实现数据在可控范围内的自由流动和融合。在国家政策的鼓励和推动下，贵阳大数据交易所等一批第三方数据交易所开始成立，但从我们行业调研的数据来看，市场交易并不活跃，我们判断缺乏有效的数据定价机制是当前交易受阻的主要原因。

表 8：大数据产业数据源环节发展趋势

类别	发展趋势
数据类型	结构化数据->视频、音频等多类别数据
数据场景	线上数据->线上、线下数据
数据来源	企业内部数据->企业、商业、政府等第三方数据
数据关联	数据孤岛->数据连接、融合

资料来源：数据客、中信证券研究部整理

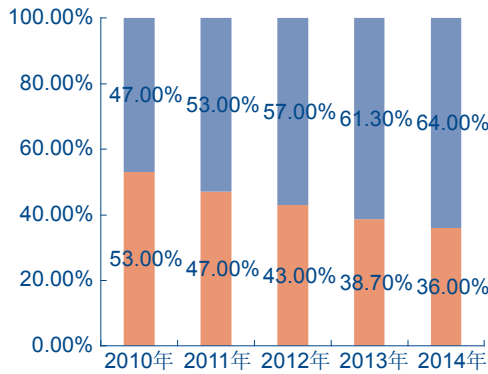
表 9：国内主要大数据交易所

交易所名称	成立时间	运营数据
贵阳大数据交易所	2015.04	累计交易金额突破 6000 万（截至 2015 年底）
长江大数据交易所	2015.07	未公布
华中大数据交易所	2016.01	未公布

资料来源：贵阳大数据交易所网站，中信证券研究部整理

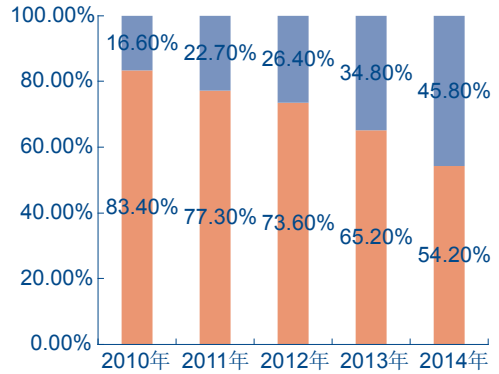
基础软硬件设施：国内企业面临实质性机会。在计算架构上，随着 hadoop 技术生态的崛起，分布式计算、存储架构开始规模普及并获得市场认可，在硬件层面，我们不再完全依赖于过去昂贵的大型机、小型机，大量廉价的 X86 服务器、存储设备开始被引入现有的计算和存储体系，并借助虚拟化、hadoop 等上层基础软件为用户提供无差别的计算存储资源。在技术场景方面，大数据分析除了涉及高并发实时计算分析外，在数据仓库、非实时性数据分析等领域仍具有广阔的应用场景，这对于国内相关的软件企业来说，借助已有的技术积累、开源框架的辅助，以及对国内用户的理解，是完全可能在这一市场胜出的。

图 34：国内 X86 服务器市场份额分布



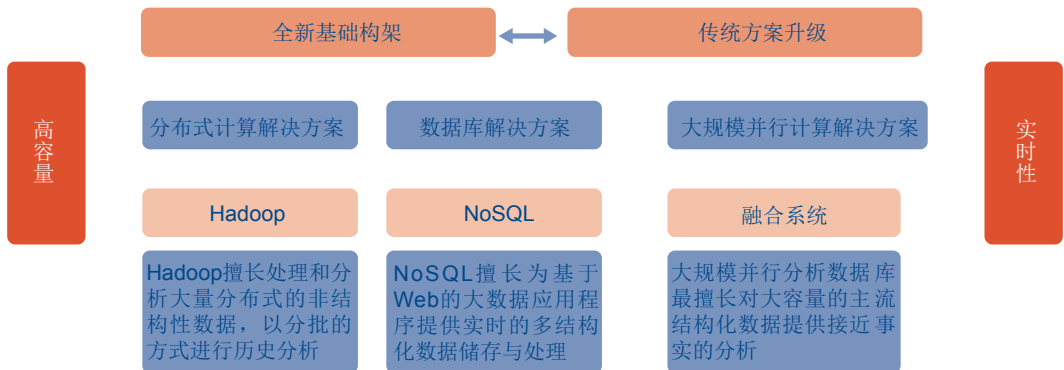
资料来源：IDC，中信证券研究部整理
注：蓝色代表国内企业

图 35：国内存储设备市场份额分布



资料来源：IDC，中信证券研究部整理
注：蓝色代表国内企业

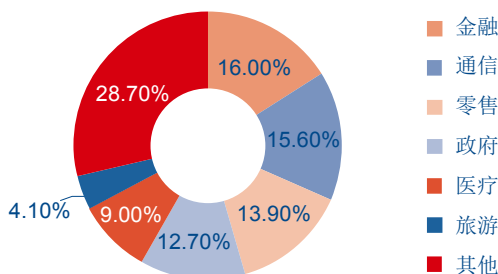
图 36：大数据环境下的融合技术架构



资料来源：中信证券研究部整理

数据分析：技术+行业知识共同驱动新兴企业崛起。根据易观数据的统计，2014 年国内大数据市场收入主要来源于金融、电信、零售、政府、医疗等领域，行业占比结构和美国市场的表现基本一致。因此，我们可以推断，国内数据分析环节的发展逻辑和美国市场基本一致：（1）行业扩展路径。首先从金融、电信、政府等领域开始，并逐步向其他行业扩散；（2）企业成功要素。数据分析技术、特定行业认知能力是构成数据分析企业成功的主要核心竞争力。

图 37：中国大数据市场营收结构（按行业，2014）



资料来源：易观数据，中信证券研究部整理

数据安全：强调面向数据全生命周期，国内企业任重道远。 国务院虽然在《关于促进大数据发展的行动纲要》中提出共享、开放和安全三个关键词，但长期以来，国内知识产权保护力度弱、用户知识产权意识淡薄等问题为我国的大数据安全提出了更为严峻的挑战。大数据时代的信息安全强调全方位的、面向数据全生命周期的数据保护，对于国内企业来说无疑充满了机会和挑战。

表 10：大数据安全主要涉及模块

模块	涉及安全内容
主机安全	主机系统、防病毒保护
网络安全	防火墙、安全通道、KERBEROS 认证
应用安全	身份认证、访问控制、数据加密、数据恢复、数据容灾、日志审计、数据监控

资料来源：中信证券研究部整理

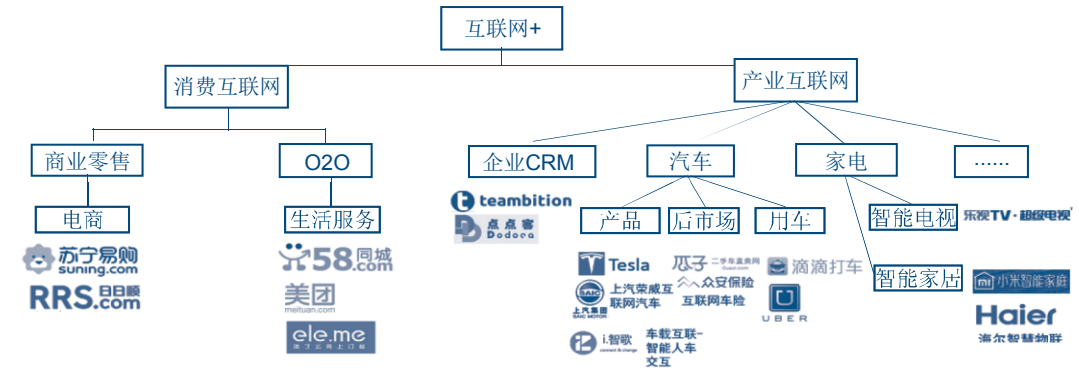
硬件入口：“智能+”万物，硬见未来

“智能+”浪潮到来：万物互联，智能一切

互联网浪潮驱动物联网迈入“万物互联”的时代。 目前的互联网正在从“人人相联”向“物物相联”迈进，即通过“万物互联”，渗透进入各个产业，产业互联网呼之欲出，也意味着各行各业如制造、医疗、农业、交通、运输、教育或都将在未来 20 年被互联网化。“万物互联”是通过互联网和传感器实现的，硬件的发展正呈现微小化、移动化和消费化三大趋势，各种微小的传感设备可以装备到全世界各种物体之上，包括机器、电器、人体、动物、植物等等，它们收集这些目标的状态数据，再通过无线网络和其他的物体相互交换数据，形成一个“万物皆联网、无处不计算”的世界。

“互联网+”的浪潮：互联网的变革影响逐渐从纯粹的商业零售、生活服务领域下沉到产业链的各个环节。 (1) 消费互联网领域，以商业零售和生活服务类企业为代表，原有参与者主要是纯互联网企业，但随着互联网+的拓展，一些传统行业企业也开启了电商化转型，如苏宁易购、海尔日日顺等。(2) 产业互联网领域拥有更广泛的参与和更普遍的行业渗透，不仅有大量互联网企业成为搅动传统行业格局的鲶鱼，如布局智能家居的乐视、小米，撬动汽车产业变局的特斯拉、车载互联领域的智歌等；同时，众多传统行业中的领先企业积极拥抱变局，利用深耕多年的行业经验，借助互联网使企业能量得到指数级放大，如海尔建设智慧物联家电平台，上汽集团与阿里巴巴集团共同投资设立 10 亿元“互联网汽车基金”，打造“跑在互联网上的汽车”，众安保险试水互联网车险等。同时，在技术升级之外，产业互联网也孕育了新的商业模式，如 uber 的共享经济，有望实现对原行业的颠覆式创新。

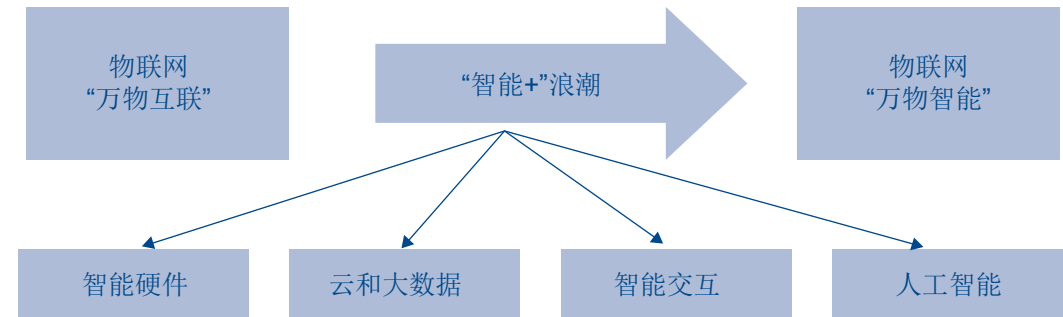
图 38：“互联网+”的浪潮改造了众多传统行业



资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

“智能+”浪潮将在未来驱动物联网从“万物互联”走向“万物智能”。“智能”是“智慧”和“能力”的合称，一般把从感觉到记忆到思维这一过程，称为“智慧”，其结果是行为和语言，而将行为和语言的表达过程称为“能力”，从感觉到行为的整个过程就称作“智能”过程。人类的智能使得人类能够主动理解、分析、解决问题，具备归纳推理能力和演绎推理能力，还能够自适应环境而生存发展。“智能+”浪潮正引领着物联网产业从“万物互联”走向“万物智能”的时代，这波浪潮将改造我们熟悉的一切事物，智能手表、智能冰箱、智能水杯等“智能”硬件将不再是“可以联网并上传数据到手机端”的新奇玩具，而是可以通过数据的收集、分析和反馈这一系列过程来模拟人的感知、思维、行为过程，最终以同人类智能相似的方式做出反应，曾经只出现在科幻电影里的神奇场景也料将成为现实。

图 39：“智能+”浪潮引领物联网产业从“万物互联”走向“万物智能”



资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

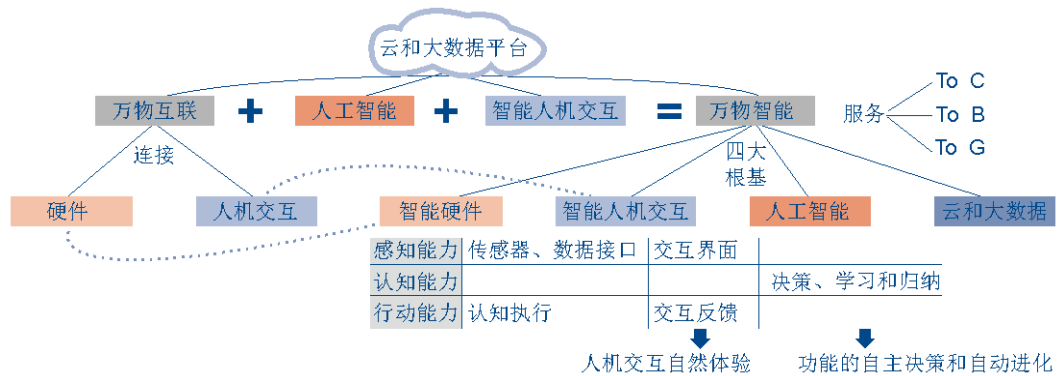
“智能+”浪潮的根基之一：万物智能以智能硬件为终端。智能硬件既是数据的输入口，也是服务的输出口。作为数据的收集者，智能硬件具备“感知”能力；作为服务的提供者，智能硬件具有“行动”能力。在移动互联时代，智能手机是唯一终端；而随着“智能+”时代的到来，智能手表、智能家电、智能汽车等一切智能硬件都将成为物联网的终端，收集数据并为人们提供服务。

“智能+”浪潮的根基之二：智能人机交互是智能硬件的服务方式。实现万物智能必然要以智能人机交互的出现为前提。正如当初 iPhone 的推出将人类带入触控时代一样，智能硬件的发展也将带给人们新的人机交互体验。以 VR、AR、语音及全息投影技术为代表的智能人机交互预示着，人机交互会向着更符合人类自然属性的方向发展。未来人们可以直接利用感官以看、听、说、动、触的方式与机器进行互动，这意味着机器将更加友善和人性化，甚至让人们意识不到交互对象的存在，人机交互将变得更加轻松自然。

“智能+”浪潮的根基之三：云和大数据是数据的存储器。伴随着智能硬件的迅速发展，其收集的大量数据迫切需要一个存储和记忆的组织，云和大数据便应运而生。各类数据由智能硬件收集并上传至云端，通过大数据进行初步分析后将其整理归类，作为人工智能进行分析决策的原始资料或供信息使用者随时调用。如今各式各样的云平台正在不断涌现，除了京东、百度、阿里、腾讯等互联网巨头和海尔、美的、华为等传统制造企业推出的云平台，还有一些云平台为机智云、风向标、遥控 e 族等第三方公司所搭建。

“智能+”浪潮的根基之四：人工智能是万物智能的核心。人类的智能使得人类能够主动理解、分析、解决问题，具备归纳推理能力和演绎推理能力，还能够自适应环境而生存发展。人工智能则是通过研究和开发机器人、语言识别、图像识别、自然语言处理和专家系统等，企图模拟、延伸和扩展这种人类的智能，赋予硬件学习能力，使其能够进行自主决策。如果把智能硬件比作人的感官，那么人工智能就是人的大脑，是对上传到云端的数据进行一系列分析并产生决策的核心组织。

图 40：“智能+”浪潮和物联网“万物智能”时代的四大根基

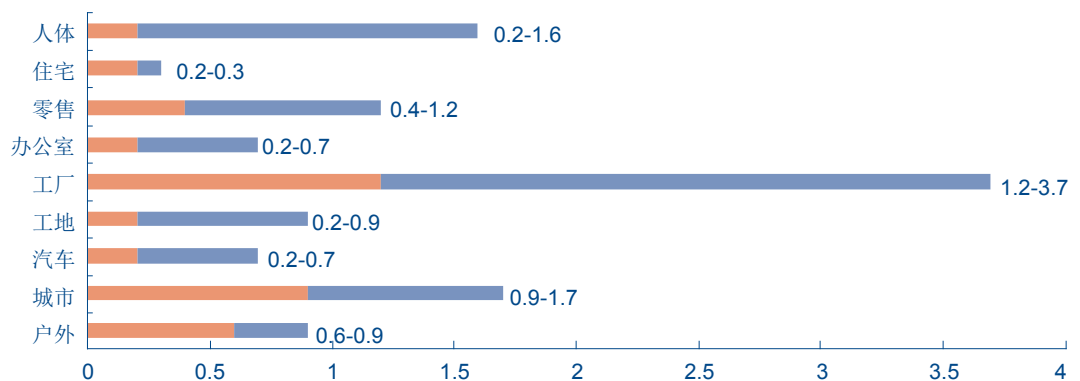


资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

智能硬件：“智能+”浪潮中，一切皆为入口

“万物智能”时代的物联网料将拥有 10 万亿美元的市场空间。物联网是自工业革命以来最伟大的变革，万物互联打破了传统行业的分类，万物智能产生的交互效应使得行业区隔不再明显，按行业估计市场空间的传统方法出现了短板。我们引入“情景”概念，并建立了九个不同的情景来覆盖当下人们生活中会面临的主要场景：人体、住宅、零售、办公室、工厂、工地、汽车、城市、户外。从这些情景的角度来分析，McKinsey 预计 2025 年全球 GDP 约 100 万亿美元，其中物联网可以创造 3.9-11.1 万亿美元的价值，约占全球 GDP 的 10%。

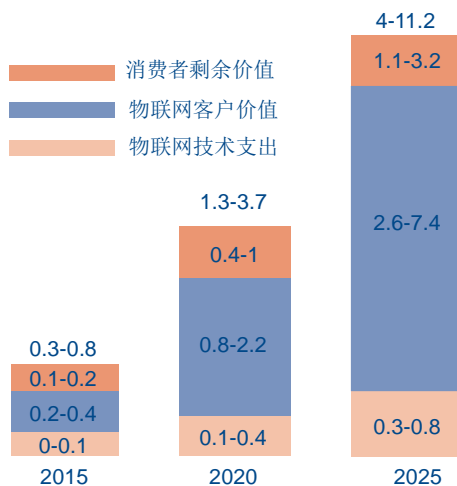
图 41：九大场景分别创造 GDP 规模（万亿美元）



资料来源：McKinsey, 中信证券研究部整理

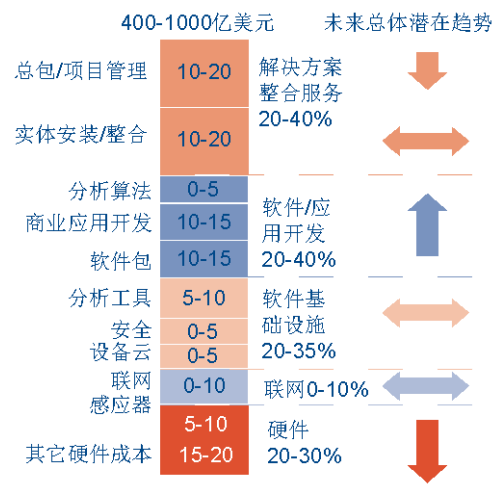
硬件比重将微幅下降，软件地位愈发凸显。物联网潜在经济效益可分为物联网技术支出、物联网客户价值以及消费者剩余价值三类，物联网客户价值指用户使用物联网技术及其服务所实际支付的价格；物联网消费者剩余价值指用户愿意为物联网技术及服务支出的最高价格与实际支付价格之间的差额。按照此分类方式，物联网技术支出经济效益占比约 10%。我们预计，2015 年物联网总技术支出约在 400 至 1000 亿美元。目前硬件的价值比重为 20-30%，未来将会微幅下降；而软件和应用开发层面目前价值占比为 20-40%，软件基础设施价值占比 20-35%，两者合计总占比约 40-75%，软件的产业地位逐步凸显。

图 42：物联网潜在经济效益（万亿美元）



资料来源：中信证券研究部整理测算

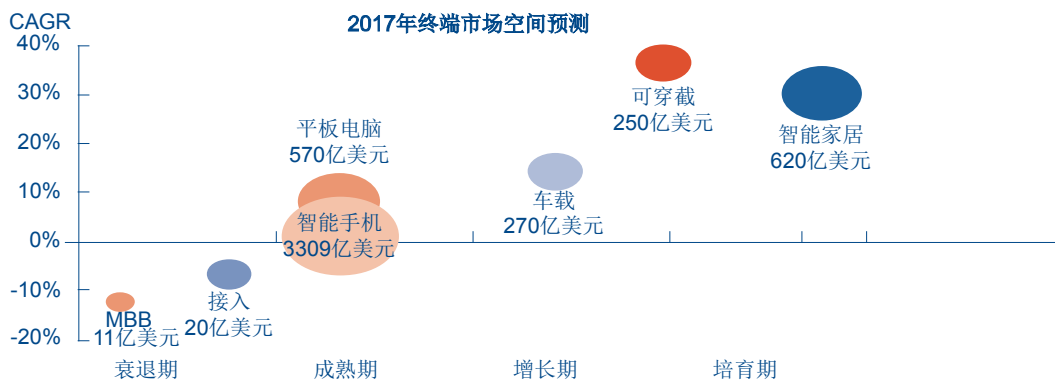
图 43：2015 年物联网技术总支出



资料来源：中信证券研究部整理测算

“智能+”浪潮下的智能硬件行业拥有海量的市场空间。“万物智能”时代的物联网将拥有 10 万亿美元的市场空间，如果硬件占比 20-30%，那么智能硬件的潜在市场空间有望达到约 2-3 万亿美元。如前所述，智能硬件可以细分为智能手机、平板电脑、可穿戴式设备、智能家居、智能交通、健康医疗、无人机和机器人等等细分领域。根据联发科的数据测算，2017 年，智能手机、平板电脑、可穿戴设备、智能家居、车载系统的市场空间有望分别达到约 3300、570、250、620 和 270 亿美元。

图 44：2017 年部分智能硬件细分领域的市场空间和复合增速（单位：亿美元，%）



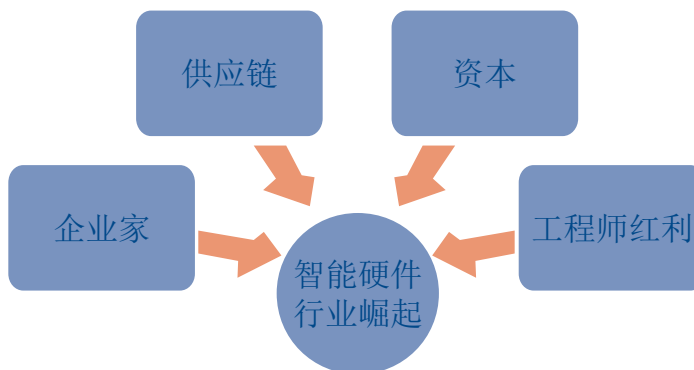
资料来源：联发科公开路演 PPT，中信证券研究部

四大驱动力助力中国智能硬件浪潮兴起

中国智能硬件时代驾临，四大驱动力强势推动。市场上有观点认为：手机将会在未来 5 年内消失，人类即将进入“智能一切”的时代。从目前 VR 头盔、可穿戴等各种智能硬件日益火爆的趋势来看，智能硬件未来将有可能和手机一起成为重要入口。2014 年被称为“智能硬件元年”，中国各路互联网巨头、运营商们都快速地布局智能硬件产业，一时之间各种平台、计划争相发布，宣传活动铺天盖地。另一方面，智能硬件的销售也迎来一波热潮。据京东统计，2014 年全年京东上智能硬件订单量 675 万，商品 866 万件，销售额同比增长了 280%，页面浏览量（PV）增长 160%。我们认为中国的智能硬件时代即将驾临，未来中国的智能硬件产业将在四大驱动力的强势推动下进入高速发展轨道。

四大驱动力：企业家精神、供应链积淀、资本便利和工程师红利。未来中国的智能硬件行业料将在企业家、供应链、资本和工程师红利四大力量的驱动下迎来高速发展期。（1）2014 年我国掀起了大众创业、万众创新的风潮，政府支持政策出台和众创空间的兴起将这阵风潮演变成一场“创业革命”，在智能硬件行业，无数具有创新挑战精神的企业家正在不断成长。（2）随着我国集成电路产业在政策催化、技术成熟等利好因素的作用下实现跨越式发展，大陆已逐步形成完整的消费电子供应链，为智能硬件的批量式生产奠定了基础。（3）2012 年以来持续升温的 A 股、新三板电子板块以及近期逐渐成熟的众筹平台为转型公司、初创公司、挂牌/上市公司提供了多层次的融资渠道，智能硬件行业的发展有了充分的资金保障。（4）高校持续扩容使得我国工程师具有数量上的优势，再加上中外工程师薪资上的差异，工程师红利成为我国智能硬件发展的第四大驱动力。

图 45：四大驱动力助力中国智能硬件浪潮兴起



资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

智能硬件风口拥挤，四类公司有望脱颖而出：极致体验、平台意识、生态体系、垂直整合

智能硬件风口拥挤，四类公司有望脱颖而出。从谷歌、苹果、亚马逊、BAT、小米等成熟的科技公司、互联网巨头或电商平台，到大疆、Oculus、Nest 等卓有成绩的初创公司，再到数以万计散落在全世界各个角落的小小工作室，甚至是无数只凭一腔热情追逐梦想的创客们，无一不在智能硬件的浪潮中踌躇满志，梦想在这片广阔的蓝海市场中实现跨越式发展。风口拥挤，我们认为具备极致体验、平台意识、生态体系、垂直整合这四类属性的智能硬件公司将在这场血战中脱颖而出，成为智能硬件时代的佼佼者。

优秀智能硬件公司的四大属性：极致体验、平台意识、生态体系、垂直整合。（1）**极致产品。**极致体验是好产品的第一步，主要包括三个方面：外形美观、方便易用、细节精致，小米推出的一系列产品不仅美观大方，而且以给客户带来理想的用户体验为宗旨，是这类公司的典型代表。（2）**平台意识。**具备平台意识的公司会为其产品打造一个开放性的应用平台，让其具有自我更新、自我发展的能力，Oculus 和大疆力推开放性开发平台目的就是打造一

个自己主导的智能硬件王国。**(3) 生态体系**。打造产品生态体系是由通过单品之间的相互联系，构造一个满足用户大部分需求的生态链，小米智能家居生态链便是小米用来增强用户黏性的重要发展战略。**(4) 垂直整合**。垂直整合就是将硬件与软件、服务、数据相结合，向用户提供一体化的解决方案。垂直整合开创了智能硬件领域新的盈利模式，硬件不再是提供利润的主要来源，相反，用户后期购买的服务、数据等才是真正的盈利点，智能家居公司 Nest 和乐视 TV 的生产商乐视网是这类公司的代表。

图 46：四类公司有望在智能硬件行业脱颖而出



资料来源：中信证券研究部根据研究信息整理

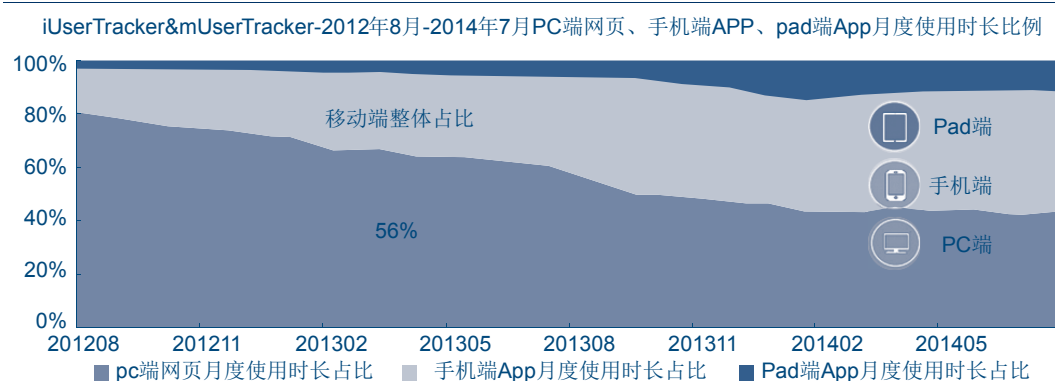
企业应用市场：企业级 saas 的春天

国内企业级 SaaS 发展客观条件已经成熟

基于多维度因素分析，我们判断企业级 SaaS 在国内发展的客观条件已经基本成熟：

- 基础设施，国内底层云服务设施已经实现规模普及，产业趋于成熟。
- 用户习惯，移动互联网已经完成国内用户云端产品使用习惯的培养。
- 企业意愿，国内经济持续走弱，云服务本身部署便捷性、成本经济性开始凸显，国内企业用户对 SaaS 接受意愿正在明显提升。
- 资本投入，资本市场对企业级 SaaS 投资热情全面升温，资本介入正加快企业级 SaaS 市场成长速度。

图 47：国内互联网用户在各终端使用时长分布



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

表 11: 传统企业软件&SaaS 成本结构对比

成本项	软件 license 费用	订阅费用	实施费用	售后支持费用	定制开发费	配套硬件、基础软件采购费用
传统企业软件	✓		✓	✓	✓	✓
SaaS 模式软件服务		✓	✓			

资料来源: Gartner, 中信证券研究部整理

美国市场: 平稳演进, 较消费互联网存在显著差异

市场发展路径: 较消费互联网存在显著差异。美国市场的发展, 整体较同期的消费互联网存在显著差异, 具体体现为: (1) 技术路径方面, 经历单一功能软件方案向企业流程导向综合解决方案逐步演进的过程; (2) 竞争格局方面, 整体市场格局较为分散, 传统软件企业、互联网公司缺乏明显优势; (3) 产品形态方面, 通用模块先行, 行业垂直模块逐步出现。典型 SaaS 企业核心竞争力可概括为: 企业需求导向的产品能力和服务能力、线下渠道推广能力, 以及产业纵向资源整合能力。

表 12: 美国企业级 SaaS 发展路径

行业发展	SaaS1.0	SaaS2.0	
时间线	2001-2005	2005-2010	2010-2014
企业普及	少数企业采用	大量企业采用	企业全面采用
发展方向	简单软件化解决方案	集成化解决方案	企业流程导向的商业解决方案
产品特点	独立软件应用 可配置性一般 专注降低 TCO/快速部署	集成化软件方案 SaaS 生态平台 应用市场及 SaaS 生态 突出定制化能力 专注于企业级集成	商业生态优化 IT 导向生态 企业内部协调 IT/SaaS 基础设施建设 个性化、可定制化的工作流程 专注于商业流程

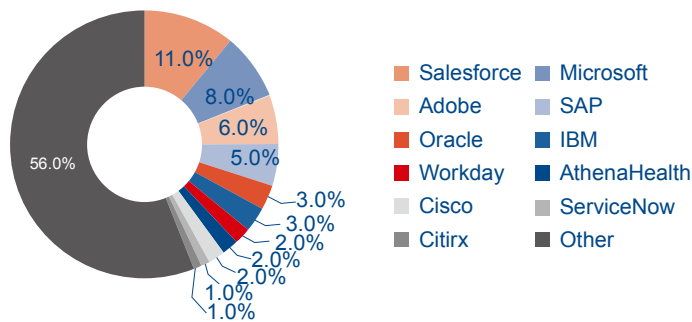
资料来源: Saugaluck technology, 中信证券研究部整理

表 13: 美国 SaaS 行业各细分领域参与企业列表

类别	代表企业
CRM	Salesforce、Sage、Zendesk、Marketlock、Clearslide、Rightnow
SNS/IM	Yammer、Gigya、Eloqua、Vitruve、Buddy Media、Zuberance、Socialcast
市场营销	Urbounce、Vocus、Bizo、Bronto、Marin、Eloqua、Contact
文件管理	Box、Dropbox、Sharefile、slideshare、DocuSign、Scribd
HRM	Workday、Taleo、Successfactor、Zenefits、Linkedin、Ultimate Software
F&A	Intacct、Netsuite、Aria、Kyriba、Expensify、Intuit、Wave、Concur
办公协同	Box、Skype、Logmein、Zimbra、Office365、Teambox、Huddle
BI	Splunk、Mixpanel、Visier、Birst、Lattice Engines、Bime、GoodData

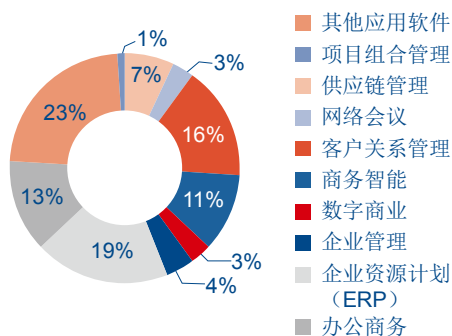
资料来源: Bessermer Venture Partners, 中信证券研究部整理

图 48: 全球企业级 SaaS 市场份额分布 (2015H1)



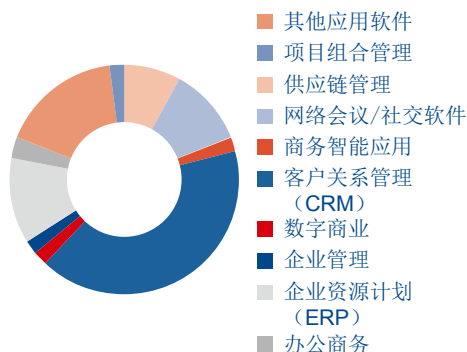
来源: Gartner, 中信证券研究部整理

图 49：全球企业软件市场份额分布（2013）



资料来源：Gartner，中信证券研究部整理

图 50：全球企业级 SaaS 市场份额分布（2013）



资料来源：Gartner，中信证券研究部整理

国内市场：大概率复制美国市场发展路径

我们判断，国内企业级 SaaS 市场发展路径将大致和美国市场类似：

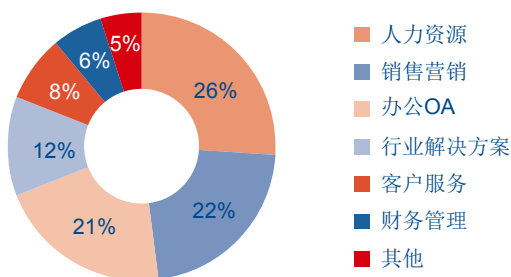
- 产品及用户。率先从通用模块产品起步，并逐步向行业垂直应用扩展，前期以中小企业客户为主，并逐步向大企业客户扩展。

表 14：国内年度融资额 TOP 9 SAAS 企业目标客户分布（2015）

企业名称	融资金额	业务类型	目标客户
纷享销客	1 亿美元	CRM	中小企业
百分点	4 亿元	大数据/BI	大中型企业
今目标	6000 万美元	办公协同/OA	中小企业
和创	2 亿元+	CRM	中小企业
IMO 班聊	1.4 亿元	办公协同/OA	中小企业
北森	1.1 亿元	HRM	大中型企业
销售易	1500 万美元	CRM	大中型企业
环信	1250 万美元	客服/IM	中小企业
客如云	7500 万元	餐饮 ERP	中小企业

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部整理

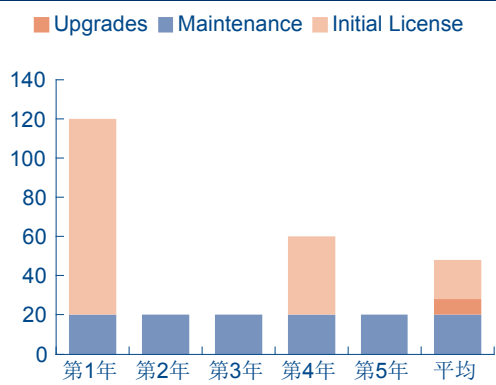
图 51：国内当前 SaaS 企业产品方向分布（2015）



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部整理

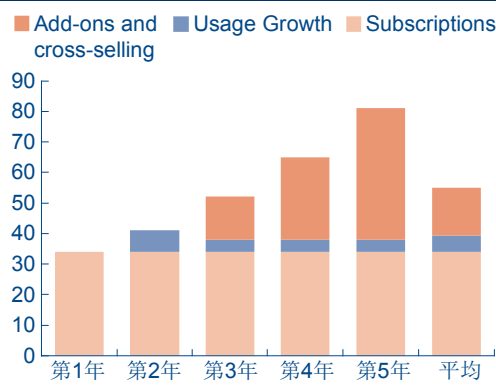
- 商业模式。价格并不具有决定性作用，产品和客户需求的匹配性才是首要因素，SaaS 企业在发展初期可能经历较长时间亏损，商业模式有望从初期的订阅服务逐步向产业互联网服务扩展，但演进路径预计较为漫长。

图 52: 传统软件售卖模式下企业现金流



资料来源: BCG, 中信证券研究部整理

图 53: SaaS 模式下企业现金流



资料来源: BCG, 中信证券研究部整理

- 竞争格局。最看好新兴 SaaS 企业, 市场未来竞争格局将较为分散, 能同时容纳多个参与企业, 当前阶段应结合定性、定量两个层面维度评估企业 SaaS 业务发展可持续性。

表 15: 传统互联网公司、企业软件公司、新兴企业从事 SaaS 业务的优劣势分析

类别	核心产品能力	线下渠道能力	客户服务能力	资本实力
传统互联网公司	擅长 C 端产品	几乎没有线下渠道	一般	良好
传统企业软件公司	传统软件产品设计思路	主要针对大企业渠道	一般	良好
新兴 SaaS 企业	一般聚焦于某一领域	大多建设庞大线下渠道	良好	参差不齐

资料来源: 中信证券研究部整理

表 16: 国内代表性新兴 SaaS 企业列表

类别	细分模块	代表企业
通用型	CRM	纷享销客、红圈营销、销售易、八百客、今目标、悟空 CRM、Xtool、CloudCC、云迈等
	HRM	北森、金柚网、51 社保、天作、薪人薪事、薪朋等
	ERP	百草软件、拜特软件、天道诚
	财务管理	速达软件、账王、云账房、财税街、云报销
	沟通协作	钉钉、明道、纷纭、泛微、tita 等
	客户服务	Udesk、逸创云、环信客服、微上客等
行业垂直型	商业智能&大数据	巨杉、永洪科技、九次方、talkingdata、友盟等
	法律	快法务、易法通、法大大、法海网等
	餐饮	客如云、海数科技、紫光云等

资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

表 17: 国内企业级 SaaS 企业量化评估标准

类别	指标	指标标准
用户获取	单位用户获取成本(CAC)	一般要求 CAC<12*企业用户每月付费额, 越低越好
	用户流失率(按金额)	越低越好, 大企业客户一般好于中小企业
用户留存	用户流失率(按用户)	越低越好, 大企业客户一般好于中小企业
	单位用户生命周期价值(LTV)	一般要求 LTV>3CAC, SaaS 企业发展初期一般较低
成长性	收入、付费用户规模增速	越高越好, 一般和企业发展阶段相联系

资料来源: Gartner, 中信证券研究部整理

个人应用市场：移动互联网商业变现加速，PC 互联网、海外互联网充满机遇

移动游戏：产品类型重度化趋势明显，关注电子竞技等细分领域机会

产品类型：重度化趋势明显。在过去，市场普遍认为移动游戏主要是满足用户碎片化时间段娱乐需求，因此从产品类型上必然呈现轻度、休闲的特征。根据 App Annie 数据统计显示，相较于 2014 年国内移动游戏市场仍以轻度休闲产品为主，伴随着移动游戏用户的逐步成熟，在 2015 年，以 MMORPG 为代表的重度产品已经成为 apple store 中国区畅销榜的重要组成部分，移动游戏产品的重度化趋势正日益明显。

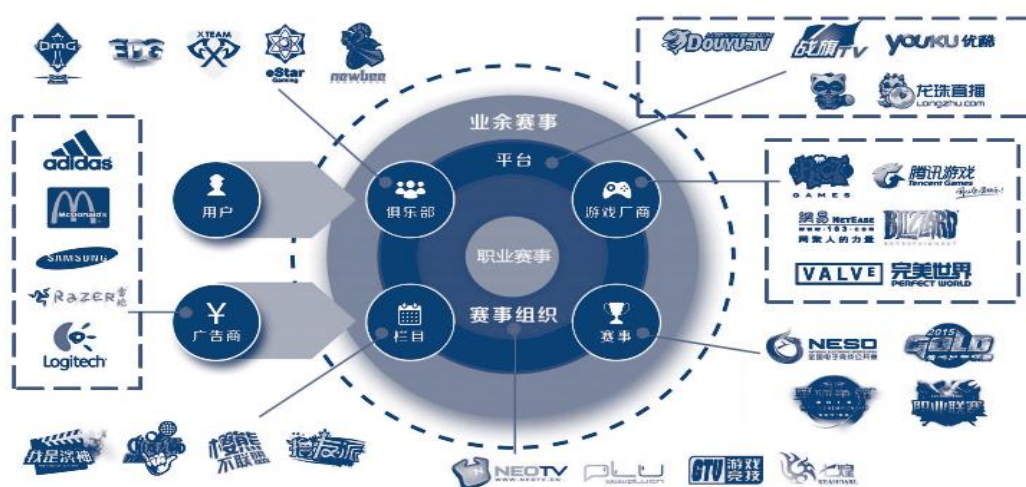
表 18：apple store 中国区游戏类应用畅销榜 TOP 10 产品列表

2014Q1			2015Q4		
NO	产品	产品类型	NO	产品	产品类型
1	天天炫斗	动作格斗	1	梦幻西游	MMORPG
2	刀塔传奇	卡牌	2	大话西游	MMORPG
3	全民飞机大战	飞行射击	3	热血传奇	MMORPG
4	雷霆战机	飞行射击	4	拳皇 98	动作格斗
5	天天酷跑	跑酷	5	全民飞机大战	飞行射击
6	全民打怪兽	ARPG	6	全民突击	射击
7	部落冲突	COC	7	开心消消乐	消除
8	全民小镇	模拟经营	8	Clash of Kings	消除
9	天天飞车	竞速	9	全民超神	MOBA
10	迷你西游	卡牌	10	少年三国志	卡牌

资料来源：app annie，中信证券研究部整理

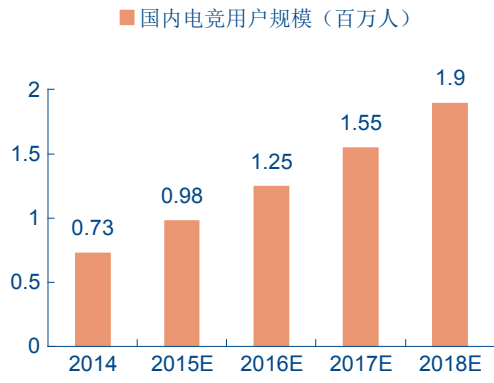
电子竞技：国内电竞赛事运营、赛事衍生环节存在巨幅商业拓展空间。2014 年，国内电竞赛事及周边收入为 20.7 亿元。从全球成熟体育赛事商业收入构成来看，以 NBA 为例，品牌赞助、赛事转播两项贡献构成赛事本身主要收入来源（占比超过 90%）。艾瑞咨询预计，国内电竞赛事运营及赛事衍生环节在 2015 年收入为 23.8 亿元，较 2014 年增长超过一倍。参考海外体育赛事商业化水平，并结合国内当前现状，我们估算认为，未来国内电竞赛事本身、赛事衍生环节合理收入将是百亿以上。

图 54：国内电子竞技产业相关参与方



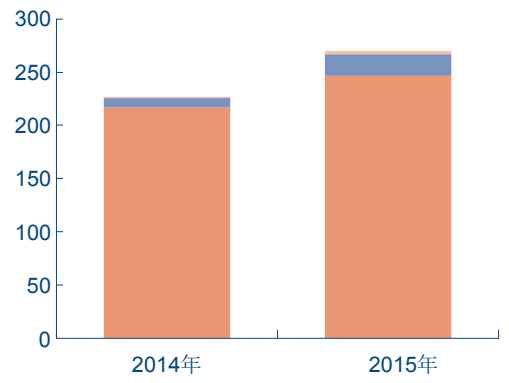
资料来源：Newzoo，中信证券研究部整理

图 55: 国内电竞用户规模(百万人)



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

图 56: 国内电竞市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

表 19: 国内电竞赛事潜在市场规模测算(2015, 仅包括赛事运营本身)

类别	数据	备注
NBA 总决赛-用户规模 (万人)	1800	A
LOL 总决赛-用户规模 (万人)	2700	B
NBA-赛季转播费 (亿美元)	30	C
NBA-赛季赞助费 (亿美元)	42	D
全球电竞市场规模理想预期(亿美元)	108	$E=B/A*(C+D)$
国内电竞用户规模 (亿人)	0.98	F
全球电竞用户规模 (亿人)	1.4	G
英超赛季转播收入 (亿元)	165	H
中超赛事转播收入 (亿元)	16	I
国内电竞市场规模理想预期(亿元)	7.3	$J=F/G*E*(I/H)$

资料来源: 行业访谈, 中信证券研究部整理测算

表 20: 国内电竞赛事运营、赛事衍生规模测算

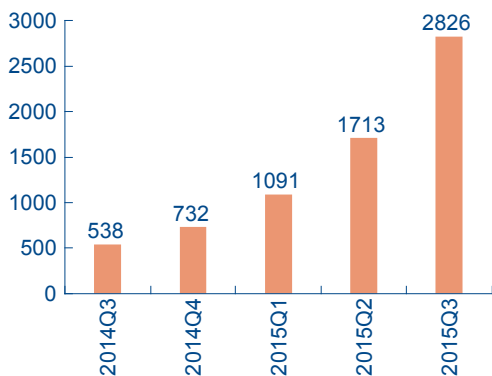
类别	内容描述
2015 年国内赛事运营、赛事衍生实际收入	整体规模 23.8 亿元, 同比增长超过 100%
当前电竞赛事运营合理规模估算	初步测算为 7.3 亿元, 较当前实际 3.1 亿元存在一倍以上提升空间
当前赛事运营、赛事衍生合理规模估算及展望	初步测算应在 50 亿元以上, 并考虑市场的高速成长性以及单用户商业价值的提升, 未来将是百亿以上市场规模

资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理测算

H5 游戏: 看好长期发展前景。H5 作为一种新的技术平台, 其轻量级、跨平台、高用户转化率等突出特点长期仍具有独特优势, 我们仍然看好 H5 游戏的长期市场发展前景。我们判断 H5 游戏的崛起需要依赖于如下诸多因素的满足, 现阶段建议积极关注从事 H5 底层技术的相关公司标的:

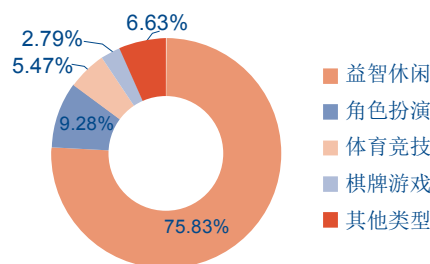
- 基础设施。H5 现有的技术缺陷得到有效解决, 网络资费进一步下调。长期来看, 技术不是问题, 网络资费的趋势性下降也是必然。
- 产品研发及运营。从网游产业的发展历程来看, 市场的发展离不开革命性产品的出现, 产品层面的创新是必然, 只有解决了产品层面的创新, 市场才可能有崛起的可能
- 用户渠道。目前的 H5 游戏分发渠道仍主要以 QQ 浏览器等二线流量为主, 微信、手机 QQ 等社交渠道目前仍没有具体的动作和市场举措, 我们判断微信、手机 QQ 的政策和动向对于产业的发展具有决定性的意义。

图 57：近一年 H5 游戏上线数量（个）



资料来源：talkingdata，中信证券研究部整理

图 58：国内在运营 H5 游戏类型分布（2015Q3）



资料来源：dataeye，中信证券研究部整理

图 59：国内 H5 游戏的主要分发渠道（2015）

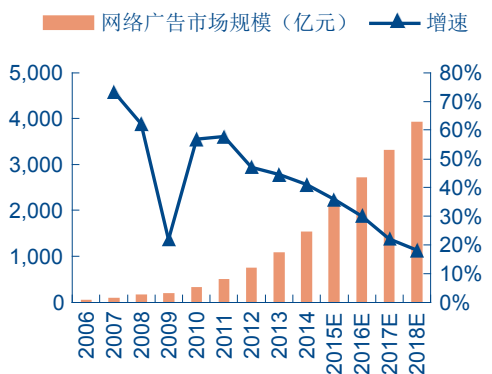


资料来源：腾讯游戏等，中信证券研究部整理

移动营销：人工智能和大数据时代的广告营销变革与重构

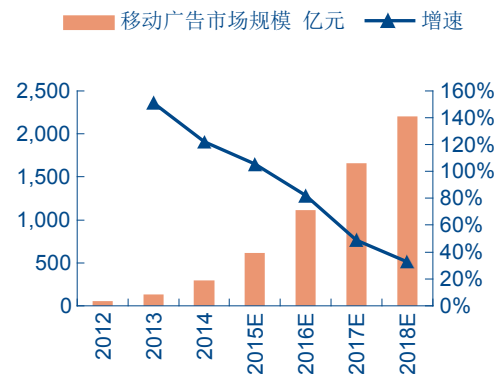
人工智能时代的营销变革与重构。谷歌、Facebook、IBM、百度均重金布局人工智能(AI)产业，2016 年谷歌围棋人工智能 AlphaGo 赢得人机大战更是引起了产业界和资本圈的高度关注。2014 年我国广告行业市场规模约 5130 亿元，其中互联网广告市场规模约 1500 亿元。广告主一直以来的目标就是将广告传达至目标用户，而人工智能和大数据正在与广告行业深度融合并对广告行业产生深远的变革和影响。目前最成熟的人工智能商业化应用之一就是在互联网及程序化广告行业，精准和高效的投放机制将彻底改变传统广告市场，媒介购买转变为受众购买将成为大势所趋。随着电视、报刊杂志等传统媒介的日渐式微，PC 和移动等新媒介，社交、电商和场景等新模式正在与智能营销浪潮深度融合。

图 60：预计 2018 年我国网络广告将达 4000 亿



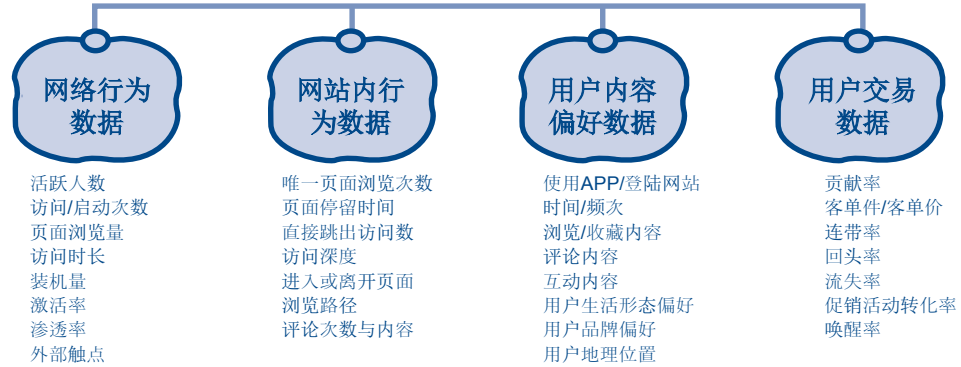
资料来源：易观国际，中信证券研究部整理

图 61：预计 2018 年移动广告占比 55%



资料来源：易观国际，中信证券研究部整理

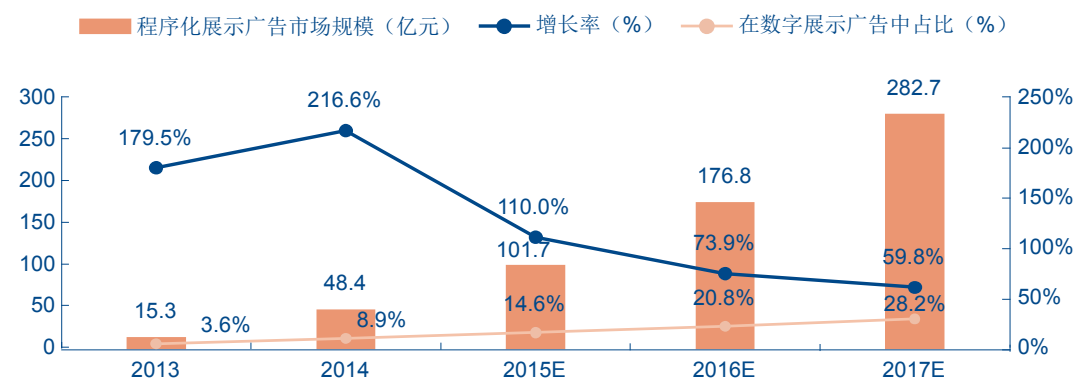
图 62：用户数据的构成



资料来源：中信证券研究部整理

PC 端 DSP 智能化已成熟，程序化投放实现 ROI 最大化。程序化购买在过去三年内实现了从 0 到 100 亿元的高速增长，产业链日益成熟。目前程序化购买每天汇集的流量已达 130 亿 PV，占全部广告位流量的 1/3。依赖大数据与机器学习算法，程序化购买破解了“劳动密集”魔咒，实现受众精准定位、广告投放价值最大化。程序化购买具有三大智能化优势：受众购买、广告主预算的动态分配及 ROI 提升。

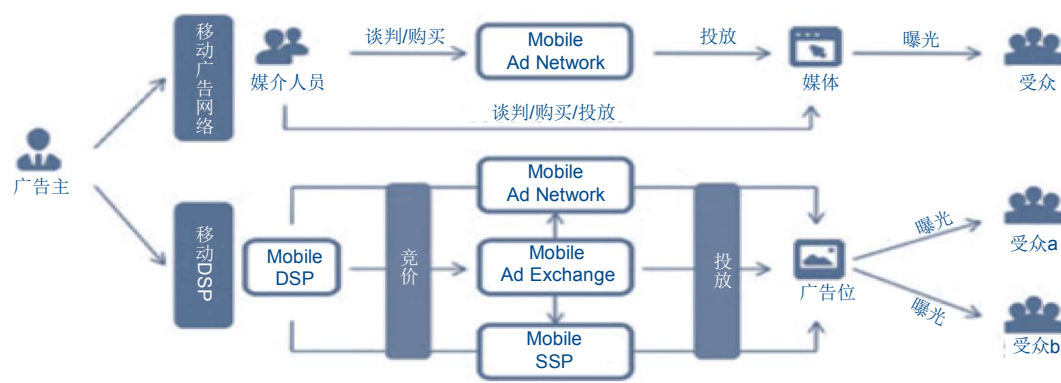
图 63：2013-2017 年中国程序化购买展示广告市场规模



资料来源：eMarketer, 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

移动 DSP 引领智能化转型，移动广告出海趋势清晰。2015 年国内移动程序化购买展示广告的市场规模约 34 亿元，同比增长 763%，2018 年有望达到约 250 亿元，4 年 CAGR 为 65%。相比 PC 端，移动程序化购买从技术能力、广告形式创新、数据积累等三方面实现价值升级，增长空间巨大。移动广告平台纷纷推出 DSPAN（广告平台+DSP）模式，积极转型移动程序化购买。国内移动互联网市场过度竞争引发挤出效应，海外移动营销市场广阔，出海成为移动营销行业最重要的趋势之一。

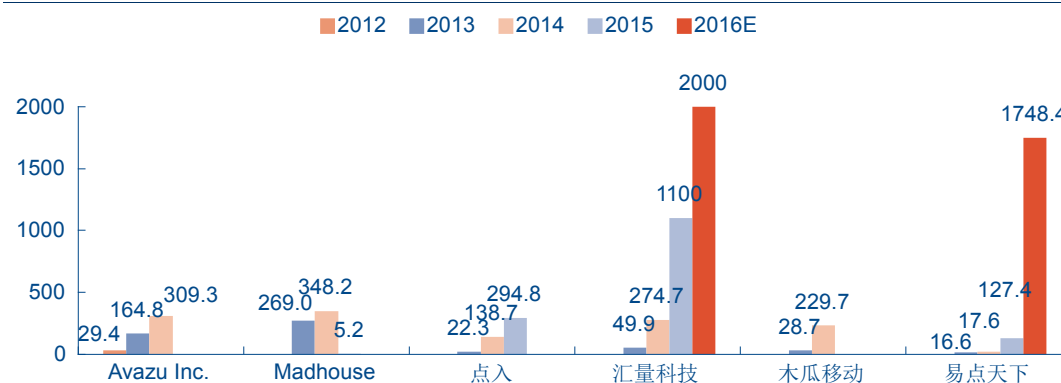
图 64：移动广告网络与移动程序化购买两种模式流程示意图



资料来源：RTBChina，中信证券研究部

海外化已成为移动广告平台发展最重要的趋势。国内移动互联网市场过度竞争引发挤出效应，许多国内移动互联网公司跳出已成红海的中国市场，扬帆海外。2012 年 App Annie 的报告显示，中国区十大开发者总收入的 90% 来自海外。海外发行公司、模拟海外市场应用环境、海外流量购买、推广与变现等多个细分领域的服务已日渐成熟，Avazu（艾维邑动）、Mobvista、木瓜移动、Madhouse、Yeahmobi 等规模较大、布局较早。2015 年 3 月，猎豹移动以 5800 万美元收购移动广告平台 MobPartner，并于 6 月正式面向全球市场发布猎豹广告平台。

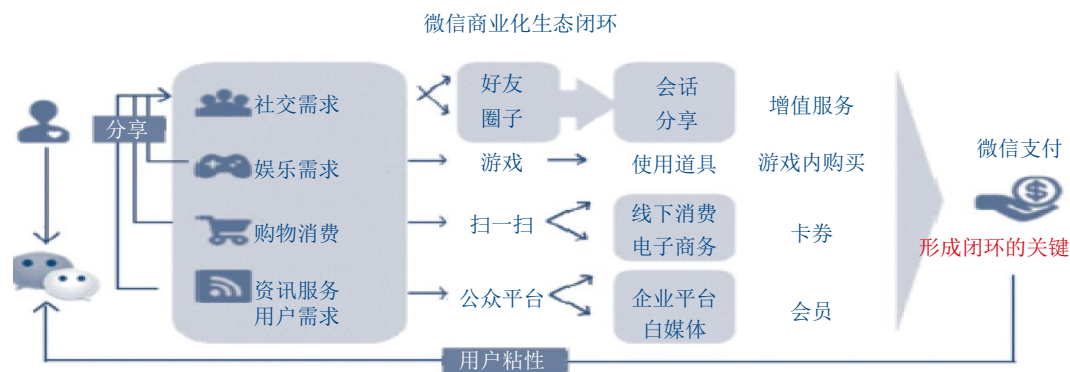
图 65：海外移动广告平台营业收入对比（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：Avazu Inc.、Madhouse 亿动 2013-2015 年收入采用收购公告中数据，点入 2015 年数据来自母公司久其软件年报，Madhouse 移动 2015 年收入为 2015 年 1-7 月数据，汇量科技、易点天下 2015-2016 年数据为 wind 一致预期。

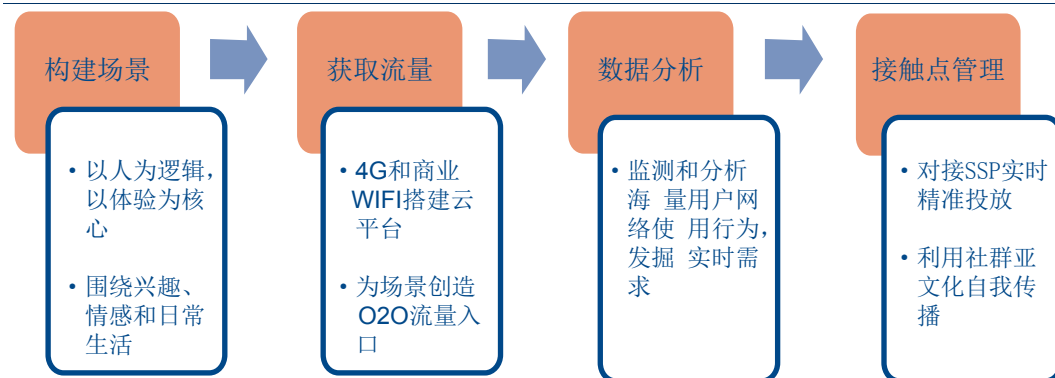
移动社交平台海量用户数据，O2O 场景营销需求巨大。微信作为移动互联网的超级入口，月活跃用户已超 5.5 亿。在“互联网+”与传统产业融合的浪潮下，依托于微信等移动社交平台的 O2O 模式将能有效对接线上线下商机，而营销有望成为其中的核心环节。目前，O2O 营销供需缺口巨大，营销精准度有待提升。场景营销可获取包含用户地理位置等在内的更丰富的用户数据，发展前景良好。

图 66：微信支付+公众平台构造微信商业化生态闭环



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图 67：场景营销



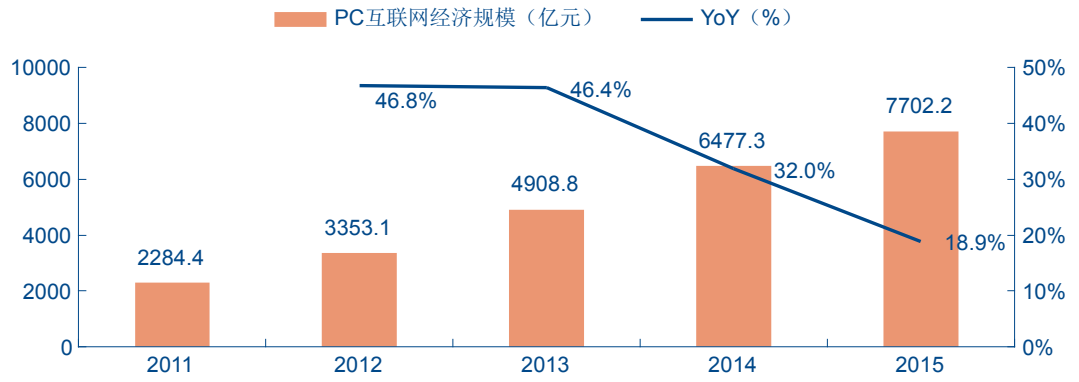
资料来源：光音网络公开路演 PPT，中信证券研究部整理

PC 互联网：用户流量趋稳、市场竞争减弱形成系统性市场机会

伴随着移动互联网的崛起和快速发展，市场普遍认为 PC 互联网已经成为过去，基于用户流量、商业变现、市场竞争等关键维度，但我们分析发现，国内 PC 互联网仍存在系统性的机会：

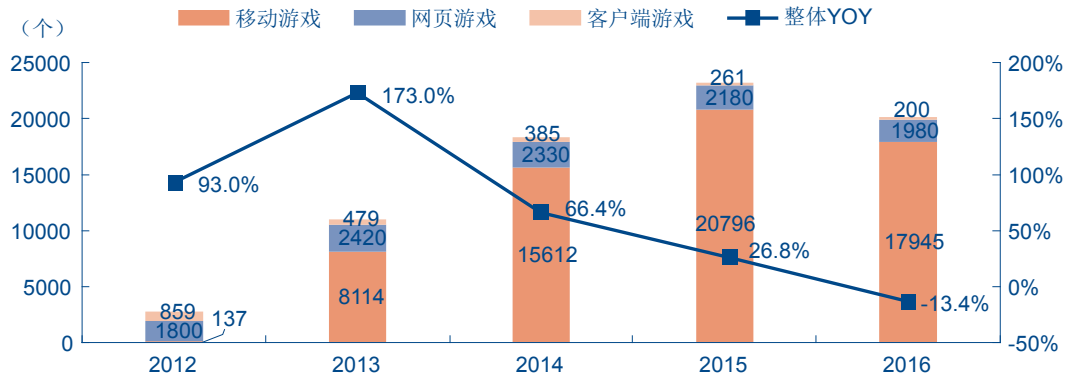
- **用户流量：保持平稳。**根据前文的分析，目前国内 PC 互联网用户规模已经趋于稳定，主要 PC 网站用户访问量均保持平稳，因此我们判断，整体 PC 互联网用户流量仍将保持稳定，中短期较小概率会出现断崖式下滑。
- **商业变现：稳中有增。**根据艾瑞咨询数据统计，国内 PC 互联网整体经济规模在 2015 年达到 7700 亿元，较 2014 年增长 18.9%，同时主要的细分模块，比如数字广告、网络游戏继续保持平稳增长。基于上述分析，PC 互联网的商业变现能力并未受到明显的挤压和损害。
- **市场竞争：持续减弱。**以网络游戏为例，以年上线产品数量为统计指标，PC 端客户端游戏、网页游戏上线产品数量持续下滑，PC 端市场竞争持续减弱，主要参与企业纷纷转型布局移动互联网市场。

图 68: 国内 PC 互联网经济规模



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

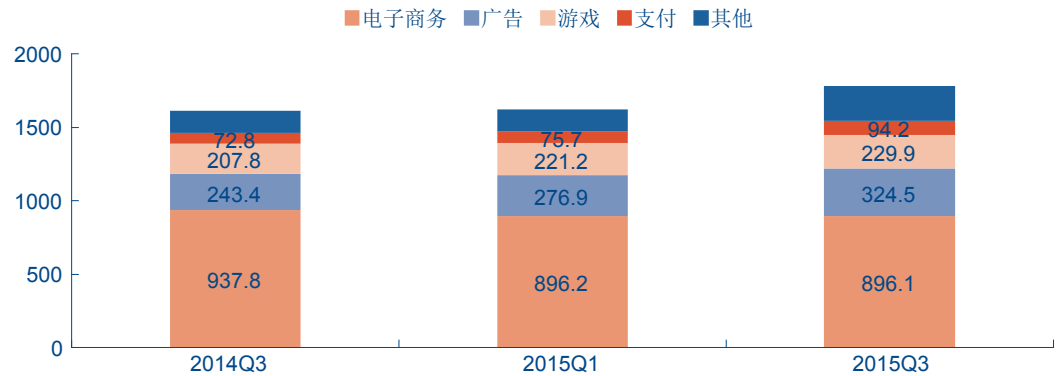
图 69: 国内每年上线网游数量



资料来源: 易观智库, 中信证券研究部整理

关注维持平稳增长的广告、游戏领域机会。从 PC 互联网的各细分领域表现来看, 电子商务 PC 端市场受到移动端的挤压, 整体规模呈现小幅下滑, 而在广告和游戏板块, 整体仍保持平稳增长, 市场绝对规模并未出现萎缩迹象。伴随着 PC 端市场竞争的持续减弱, 我们看好依然维持一定景气度的广告、游戏板块的系统性机会。

图 70: 国内 PC 互联网经济各细分市场规模 (亿元)

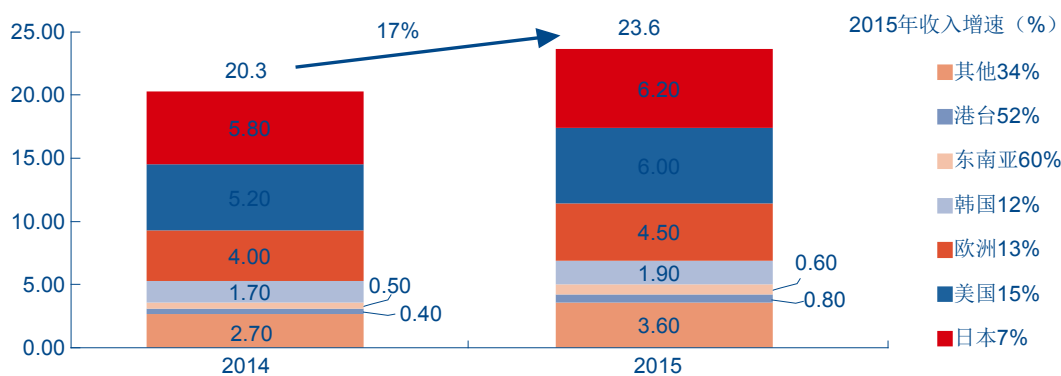


资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

海外互联网市场：全球市场发展路径殊途同归，国内企业参与海外市场竞争力明显提升

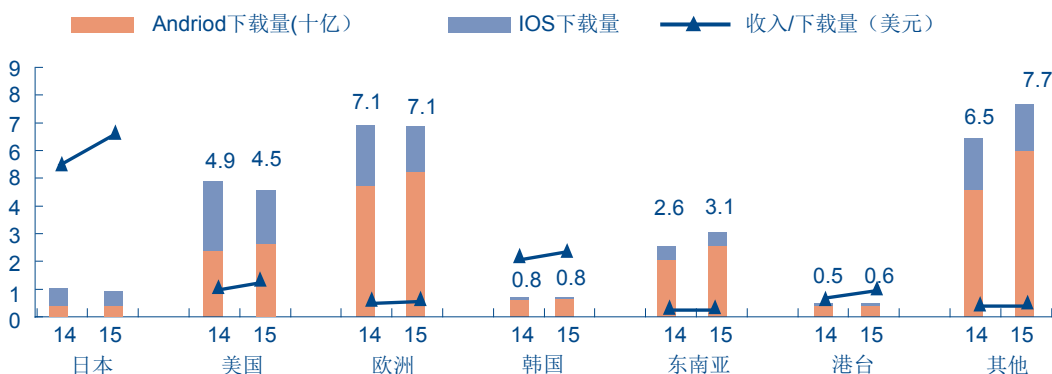
全球互联网市场发展殊途同归。互联网工具应用部分，全球市场发展路径表现出高度的一致性，比如 whatsapp、微信等 OTT 工具的盛行，我们再转向区域差异性最为显著的内容市场，我们以移动游戏市场为例，我们发现，日韩、欧美及新兴市场等市场发展差异主要源于发展阶段的不同。从长期来看，各区域市场发展规律具有相对一致性，同时新兴市场在全球化影响下发展进程正在加速，有望快速赶上成熟市场。

图 71：海外各主要区域移动游戏市场增速对比



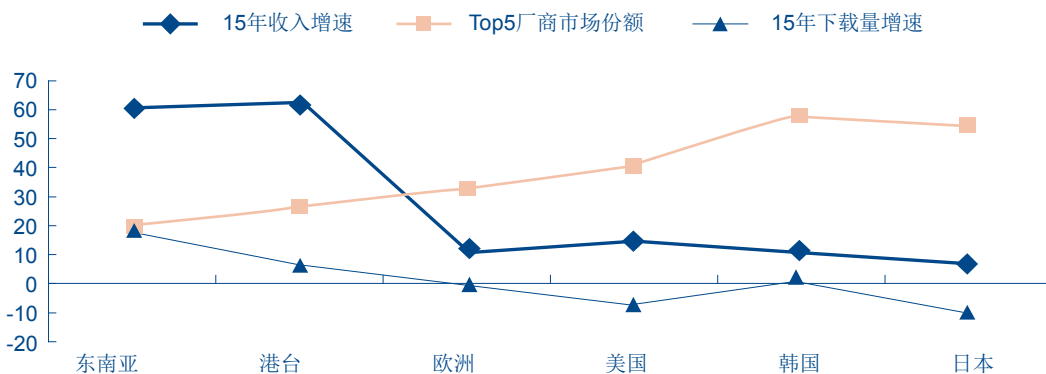
资料来源：Newzoo, App Annie, 中信证券研究部整理

图 72：海外主要区域移动游戏市场收入/下载量数据（2014~2015）



资料来源：Newzoo, App Annie, 中信证券研究部整理

图 73：海外主要区域移动游戏市场增速表现



资料来源：Newzoo, App Annie, 中信证券研究部整理

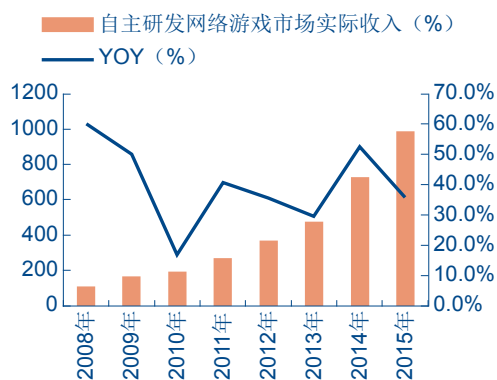
图 74：全球移动游戏市场成熟度



资料来源：中信证券研究部整理

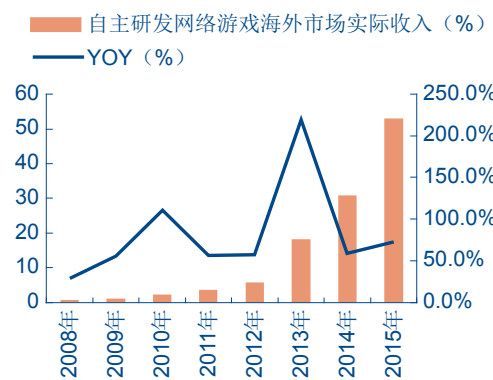
国内互联网企业全球市场竞争力明显提升。以过去国内企业竞争力最弱的网络游戏市场为例，2015 年国内自主研发游戏实现销售收入 986.7 亿元，在国内网游市场中占比进一步提升，同期国内出口网游实现收入超过 50 亿美元，同比增长 72.4%，国内网游研发商在全球市场中竞争力正在明显提升。同时，在移动游戏方面，2015 年中国移动游戏市场营收 TOP 10 的产品全部是国内出品。中国企业在移动游戏领域的研发水平已经达到全球领先水平。

图 75：国内网游自主研发产品收入规模（亿元）



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

图 76：国内网游产品海外销售收入规模（亿美元）



资料来源：中国音数协游戏工委，中信证券研究部整理

国内企业有望在工具应用、数字营销、网络游戏等细分领域率先实现突破。从全球市场来看，国内互联网企业在商业模式、产品运营层面一直在引领市场的发展，因此，我们判断，国内互联网企业有望在海外市场上强调产品运营、商业模式创新等细分特色领域率先实现突破，比如工具应用、数字营销、网络游戏等板块。而猎豹、久邦数码等企业在海外市场的成功突围也基本印证上述逻辑。

表 21：各地区 apple store&google play 非游戏类应用下载量排行（按公司，2015）

巴西			俄罗斯			美国		
排名	公司	公司总部	排名	公司	公司总部	排名	公司	公司总部
1	facebook	美国	1	mail.ru	俄罗斯	1	facebook	美国
2	猎豹移动	中国	2	facebook	美国	2	Google	美国
3	Google	美国	3	yandex	俄罗斯	3	Apple	美国
4	studio sol	巴西	4	google	美国	4	microsoft	美国
5	久邦数码	中国	5	猎豹移动	中国	5	Amazon	美国
6	psafe	巴西	6	阿里巴巴	中国	6	Disney	美国
7	outfit7	塞浦路斯	7	microsoft	美国	7	pandora	美国
8	microsoft	美国	8	rakuten	日本	8	猎豹移动	中国
9	holaverse	中国	9	outfit7	塞浦路斯	9	snapchat	美国
10	百度	中国	10	久邦数码	中国	10	IAC	美国

资料来源：App annie，中信证券研究部整理

风险因素

行业风险。TMT 行业竞争持续加剧风险，宏观经济低迷导致新三板公司融资受阻风险。

公司风险。新三板公司自身体量较小所带来的经营波动风险，以及对单一业务过度依赖风险，公司核心人员流失风险。

投资策略

底层基础设施：大数据产业链、智能硬件。移动数据流量的爆炸式增长和科技产业底层计算及存储、数据传输和终端应用环节的持续发展互为依托、互相促进。（1）大数据对产业生产力的提升正在获得市场的认可，国内大数据产业发展的客观基础已经具备，未来发展路径有望和全球市场基本一致，并体现出一定的本土特色。我们建议从数据源、基础技术及分析、数据应用、数据安全四个环节关注新三板相关标的，建议关注数据源环节的数据堂，基础技术环节的通用数据，数据应用环节的海鑫科金、美林数据、慧辰资讯，数据安全环节的优炫软件、上讯信息。（2）我们看好“智能+”浪潮背景下，智能硬件和智能交互行业的发展前景。建议关注：智能硬件行业（供应链和系统集成）：卓易科技、奥迪威、基康仪器；智能硬件行业（终端）：观典航空；智能交互行业：曼恒数字、海鑫科金、智冠股份。

企业应用市场：企业级 SaaS。IaaS 基础设施的普及、用户习惯向云端迁移、企业对经营成本的控制等因素正共同推动传统企业软件商业模式的变革，SaaS 相较于传统软件具有按需付费、快速部署等多种突出优势，当前国内 SaaS 产业的发展正处于起步阶段，我们判断产业未来在产品形态、竞争格局、商业模式等方面的发展将基本沿袭美国市场路径。立足当前时点，我们建议积极关注通用模块领域的领先企业，以及行业垂直领域的优质初创公司，并结合 CAC、留存率、LTV 等指标判断企业 SaaS 业务的发展持续性，建议关注通用模块领域的合力亿捷、和创科技、北森云、道一信息，垂直领域的众荟信息、客如云、神州商龙。

个人应用市场：移动游戏、移动营销、PC 互联网、海外互联网。沿着商业模式、承载终端、市场区域分布核心分析维度，（1）商业模式维度，国内移动互联网正通过广告、游戏业务加速变现，但商业化水平较 PC 互联网仍存在显著差距，建议关注国内移动广告、移动游戏市场高成长所形成的系统性机会，建议关注移动游戏领域的网映文化、遥望网络、华清飞扬，移动营销领域的汇量科技、易点天下、有米科技、哇棒传媒、光音网络、点点客、亿玛在线、沃捷传媒；（2）承载终端维度，PC 互联网在用户流量、商业变现方面仍保持相对稳定，市场绝对体量并未出现明显萎缩，同时伴随主要参与企业向移动互联网迁移，PC 互联网市场竞争持续减弱，综合市场整体表现、市场集中度，我们看好该领域广告、游戏市场表现，建议关注瓦力科技、驱动人生。（3）市场区域分布维度，全球互联网市场发展路径基本殊途同归，海外互联网市场存在广阔发展空间，国内互联网企业全球市场竞争力持续提升，并在产品运营、商业模式创新等方面实现全球领先，建议关注卓易科技、汇量科技、易点天下。

重点公司分析

奥迪威（832491）：16 年深厚积淀的中国知名传感器解决方案提供商

16 年深厚积淀的中国知名传感器解决方案提供商。 奥迪威成立于 1999 年，专注于敏感元器件和传感器及相应模组的研发、设计、生产和销售，公司的传感器解决方案主要应用于安防通讯、汽车电子、环境与健康电器、智能仪表等行业，2014 年收入占比分别约 38%、35%、13%和 10%。在智能仪表行业中，奥迪威的超声波流量传感器和超声波换能器件在国内市场占有率第一；在安防通讯行业中，公司的电声报警器在北美烟雾报警器市场应用量第一。公司 2014 年收入和净利润为 2.20 亿元和 3600 万元，分别同比增长 23%和 46%；2015 年收入和净利润为 2.67 亿元和 4956 万元，分别同比增长 21%和 38%。

传感器市场空间巨大，但竞争格局极度分散。 全球/中国的传感器市场空间预计在 2015 年将分别达到 1500 亿美元和 1100 亿元人民币，我国传感器市场未来五年的 CAGR 预计将达 31%，保持快速增长趋势。传感器产业按产品类型主要分为流量、压力、温度等多种类型，按下游应用产业主要分为工业、汽车电子、通讯、消费电子、石油炼化、化工冶金、燃气、医药食品等众多的细分市场，虽然传感器市场总量巨大，但是每种传感器在每个细分领域的市场空间仅约几亿元至几十亿元不等。目前我国已有 1700 多家传感器生产公司，其中规模以上企业约 259 家，行业内的优势企业表现为某几个细分品类的的龙头。但是受限于规模、技术、人才和资金等因素，在多个垂直应用领域拥有系统解决方案的巨头级企业还未诞生，碎片化的格局特征为行业整合提供了巨大机会。

新一轮资本开支有望支撑奥迪威未来宏大布局。 公司现有广州番禺和广州东升两大厂区，建筑面积约 3.5 万平米，约 4000 万元固定资产支撑了近 2 亿元的销售收入。随着业务范围不断拓展和收入规模不断提升，公司产能渐入瓶颈，于近期投入约 3800 万元在广东省肇庆市购置新厂区，建筑面积约 1.9 万平米。公司于近期启动定向增发，拟募资 4500 万元用于传感器产能的扩充和工艺装备水平的提升。我们预计番禺、东升和肇庆三大厂区的产能布局有望支撑至少 6 亿元的销售规模。

中短期公司安防和仪表业务有望快速增长，长期汽车智能化趋势将为公司汽车业务打开成长空间。（1）欧洲等国家已强制立法要求安装烟雾报警器，奥迪威作为北美第一大烟雾报警器提供商，安防业务有望在欧盟订单驱动下快速增长；（2）国内阶梯电价和智慧城市等政策陆续发布，公司的智能仪表传感器业务有望深度受益；（3）公司的汽车传感器业务涉及倒车雷达、自动泊车、智能停车、汽车防侵入、车窗状态检测等细分领域，客户包括特斯拉、大众、通用、福特、尼桑等，未来在新能源汽车和汽车电子趋势中有望步入长期增长通道。

风险因素。 汇率风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险等。

估值分析。 根据 5 月 13 日股价，公司市值 14.94 亿元，对应 2015 年 PE 为 30X。

表 22：奥迪威财务数据和估值分析

项目/年度	2012	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	147.01	179.80	220.19	266.84
增长率 YOY%	0.0	22.3	22.5	21.2
净利润（百万元）	18.17	24.60	36.00	49.56
增长率 YOY%	0.0	35.4	46.3	37.7
每股收益（全面摊薄）（元）	0.17	0.23	0.33	0.46
毛利率（%）	32.9	32.2	35.4	36.8
净资产收益率 ROE%	14.1	16.5	20.0	18.6
PE（倍）	83	61	42	30

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

海鑫科金（831428）：多生物识别、智慧公安、大数据并驾齐驱，助力业绩腾飞

公司概况：国内领先多生物识别厂商。公司成立于 1998 年，持续专注于多生物识别技术研发，以及公安信息化平台建设与应用。截至目前，按覆盖省份和直辖市计算，公司产品和解决方案已经覆盖超过 22 个省级公安厅和 4 个直辖市公安局。近年来，公司以生物识别技术为核心，以公共安全领域为主要应用场景，并逐步向民用领域进行拓展。2015 年公司通过对外收购，开始布局大数据应用分析领域，期望进一步丰富自身业务组合。公司 2015 年实现营业收入 4.53 亿元，归属母公司净利润 5681 万元。

行业分析：国内生物识别市场快速发展，行业具有较高进入门槛。Acuity Market Intelligence 预测，全球生物识别相关市场规模预计在 2017 年将突破 100 亿美元；国内生物识别市场近年来高速增长，指纹、人脸合计占比高达 98%。我们判断，多生物识别技术的融合和共用将成为行业未来的发展趋势，以适应不同场景下的识别要求。生物识别技术作为一个涵盖多环节的系统性工程，涉及较多的复杂技术，需要长时间的积累和探索。在市场参与者方面，海鑫科金等企业在场景要求最为复杂的政府公共项目领域占据主导地位。

公司基础技术：已形成业内领先的多生物识别技术体系。公司经过多年的发展，逐步形成覆盖人脸、指掌纹、DNA、足印、笔迹、虹膜等多特征的融合多生物识别技术体系。借助自身过硬的技术实力，公司生物识别相关基础产品在公安系统、社会公共安全等国家重点领域得到规模化普及和应用，公司人脸识别产品先后应用于上海世博会、深圳大运会等大型社会公共项目。公司董事长、总经理刘晓春是国务院特殊津贴获得者、生物识别领域顶尖级专家，在生物识别领域从业时间超过 20 年，截至 2015 年底，其技术人员占公司人员比重超过 70%。

产品应用：公安信息化为核心，积极拓展民商用领域。在产品应用场景上，公司以多生物识别技术为基础，前期应用场景主要聚焦公安信息化领域，经过多年的积累，逐步形成了系统化的产品布局，产品线覆盖现勘、无线基站、实验室、物证等多个领域。近年来，公司顺应社会发展需要，开始将基础生物识别技术拓展到民商用领域，目前公司生物识别相关产品已经成功部署于银行、金融、教育考试、旅游景点等领域，并已经形成部分代表性应用案例。

大数据：聚焦公共安全大数据服务。2015 年，公司完成对大连博采的收购，补齐了公司在互联网数据采集、分析应用环节的基础能力，公司后续希望借助自身在互联网数据源、多生物识别技术、公共安全领域客户资源等方面的既有优势和积累，大力发展面向国家公共安全的大数据分析业务，同时和公司既有多生物识别、智慧公安等业务形成良好互补和协同。

风险因素。核心技术人员流失风险，民商用领域拓展不及预期风险。

盈利预测、估值及投资评级。我们维持公司 2016/17/18 年归属母公司净利润预测分别为 1.06/1.56/2.22 亿元，对应 EPS 为 0.56/0.82/1.16 元。维持公司 25.55 元的目标价及“买入”评级。

表 23：海鑫科金财务数据及盈利预测

项目/年度	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	364.63	453.04	598.46	782.08	995.47
增长率 YoY(%)	10.24	24.25	32.10	30.68	27.29
归属净利润(百万元)	59.34	56.81	105.73	155.53	221.67
增长率 YoY(%)	18.21	-4.27	86.13	47.10	42.52
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.31	0.30	0.56	0.82	1.16
市盈率 PE(x)	50	52	28	19	13

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

网映文化（834902）：国内领先电竞赛事运营商

国内领先电竞赛事运营商。公司成立于 2006 年，主要业务为电子竞技赛事运营及相关视频内容制作、销售业务。公司连续五年为 WCG 中国区唯一赛事承办机构，并先后承办全国电子竞技公开赛、网易黄金联赛、腾讯 QQ 飞车超级联赛等系列赛事。近年来，公司在自有品牌赛事培育、艺人经纪等方面全面发力。受 WCG 赛事停办影响，公司 2015 年实现营收 3504 万元，同比增长 136.8%，实现净利润 186 万元，同比增长 11.8%。赛事运营为公司当期主要收入来源，占比超过 90%。

国内电竞产业存在百亿市场空间，第三方赛事有望逐步居上。Esports earning 数据显示，仅考虑赛事门票和游戏厂商赞助等收入，2018 年全球电子竞技市场规模将达到 10 亿美元。国家产业政策、用户行为习惯等内外部因素正驱动国内电竞产业进入全新发展阶段，我们估算后认为，国内电竞赛事、赛事衍生环节合理市场规模有望超百亿，较目前市场实际规模存在超过 1 倍提升空间。赛事运营为电竞产业核心环节，其本身存在较高专业门槛，国内该领域仅有 PLU、网映等少数企业具有中大型赛事运营能力。考虑到单游戏产品生命周期较短等因素，我们预期第三方品牌赛事将逐步居上，逐步改变目前游戏厂商自有赛事一家独秀的局面。

赛事运营：公司赛事运营能力国内领先，在运营赛事项目持续增加。公司自 2006 年起开始承接 WCG 中国区的运营，连续五年获得 WCG 授予的全球最佳 SP 称号，近年来开始承办 NESO、WCA 等全球顶级电竞大赛，赛事运营能力国内领先。经过近 10 年积累，公司逐步形成了完整的大中型赛事运营团队。2015 年公司承办赛事项目较 2014 年增长近 2 倍，2016 年赛事资源预计将较 2015 年增加 1 倍，目前公司已经成为国家体育总局、网易、腾讯等的主要电竞赛事合作伙伴，长期赛事资源储备充足。

其他业务：自有品牌赛事、视频制作等业务持续发力。2015 年，公司新增 3 项自有品牌电竞赛事，并先后成功举办了 SL 炉石联赛、SL 风暴联赛、SL 星际争霸 II 战队联赛等自有品牌赛事，逐步获得市场认可。同时，公司围绕赛事运营积极开展赛事直播、游戏娱乐视频制作等业务，2015 年公司和斗鱼签订赛事版权出售合同，将未来三年自有品牌赛事转播权作价 3000 万出售给斗鱼，赛事版权价值显现。公司研发的电竞垂直类 APP “电竞圈”目前已进入正式推广阶段。

业务策略：以赛事运营为核心，推动电竞生态构建。公司聚焦中高端电竞赛事，通过第三方赛事承办、自主赛事品牌等方式，继续以赛事运营为核心，不断发展视频制作、艺人运营等赛事周边和衍生业务，实现电竞生态的构建。公司长期有望受益于国内电竞市场快速增长、公司承办及自有赛事资源增加、视频版权、艺人经营等业务持续拓展等。

风险因素。宏观产业政策风险，电竞赛事运营行业竞争持续加剧风险，新业务进展不及预期风险，重大赛事合同续约风险等。

盈利预测、估值及投资评级。维持公司 2016/17 年净利润 1508/3339 万元的预测，新增公司 2018 年净利润为 6260 万元的预测，对应 EPS 预测分别为 1.51/3.34/6.26 元；维持公司 58.9 元的目标价，维持“买入”评级。

表 23：网映文化财务数据及盈利预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14.8	35.04	79	144.8	223.1
增长率 YoY(%)	-7.9	122.7	139.4	83.3	54.1
归属净利润(百万元)	1.7	1.9	15.1	33.4	62.6
增长率 YoY(%)	-25.6	123.6	306.2	121.5	87.3
每股收益(元)	0.17	0.37	1.51	3.34	6.26

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

遥望网络 (834448)：流量聚合、手游公会双轮驱动，布局手游生态链

公司概况：国内流量聚合、手游公会运营领域领先厂商。公司成立于 2010 年，前期主要在国内市场从事互联网长尾流量聚合及再分发业务；2014 年，公司开始布局手游公会业务，并以手游公会为核心，逐步布局手游推广、发行、测试等业务，2015 年 9 月，公司手游推广业务单月充值流水已经超过 2 亿元，业务实现爆发式增长。公司 2014 实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 243.2%，实现净利润 2512.67 万元，同比增长 95.2%，其中游戏公会业务实现收入 2.70 亿元，成为公司业绩增长主要驱动力。

国内移动游戏重度化趋势明显，手游公会存在较大整合优化空间。艾瑞预测，移动游戏市场有望在 2018 年成为国内网络游戏领域最大的细分市场。伴随着国内移动游戏用户的逐步成熟，移动游戏产品的重度化趋势正在逐步显现，目前国内 ios 畅销榜排名前三均为 RPG 产品；游戏公会作为网络游戏产业的有机组成部分，在网游用户群中渗透率超过 80%。移动游戏重度化趋势下，游戏玩家对公会组织存在强烈诉求，游戏公会在移动游戏产业链中重要性正在持续提升。目前手游公会存在格局混乱、形象欠佳等突出问题，现阶段对手游公会的整合和再组织存在较大空间。

公司流量业务：国内部分有望保持平稳，积极布局海外市场。公司以 2F 媒体平台为依托，通过整合前端长尾用户流量资源，并基于数据模型，实现用户流量、后端广告主需求的精准匹配。国内市场部分，伴随公司对流量来源渠道、流量变现效率持续优化，我们预期该部分业务将伴随行业整体保持 20% 左右平稳增长，同时受行业竞争加剧影响，该部分业务利润率将持续承压；海外市场部份，从 2015 年开始，公司开始将国内业务复制到海外市场，但具体落地路径和财务预期仍有待进一步观察。

手游公会业务：以手游公会为核心，布局手游生态链。目前公司主要通过自建公会、公会入驻和合作公会等形式实现公会用户汇聚，并借助旗下的充值平台、任务推广平台、线上社区等产品实现公会用户沉淀，并最终通过手游推广返点等方式，实现商业变现。目前公司合作公会数量已经超过 3000 家，积累高付费玩家超过 20 万，推广游戏产品超过 1000 款，覆盖手游公会用户已经超过 20%，仅次于 UC 9 游的 40%，且剩余市场格局分散，存在进一步整合可能。公司旗下游戏公会单月充值流水已达 2 亿元，同时以手游公会为核心，公司积极布局手游测评、发行等业务。

风险因素。主管部门可能对游戏公会加强监管所形成的产业政策风险，市场竞争持续加剧风险，公司新业务拓展不及预期风险。

维持“买入”评级。我们维持公司 2016/2017 年净利润分别为 0.82/1.18 亿元的预测，新增公司 2018 年 1.52 亿元的净利润预测，对应 EPS 分别为 1.97/2.82/3.66 元；维持公司 39.5 元的目标价，维持“买入”评级。

表 24：遥望网络财务数据及盈利预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	115.6	396.8	1,435.00	1,840.00	2,231.92
增长率 YoY(%)	2,113.90	243.25	261.64	28.22	21.30
净利润(百万元)	12.9	25.13	82	117.5	152.40
增长率 YoY(%)	1,440.70	94.81	226.30	43.29	29.70
每股收益 EPS(元)	0.31	0.60	1.97	2.82	3.66

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

华清飞扬（834195）：稳步发展的国内领先网游厂商

公司概况：国内领先的页游、手游厂商。公司成立于 2007 年，先后成功研发、发行《QQ 超市》、《守卫牧场》、《红警大战》等多款 DAU 过百万的页游产品，其中《QQ 超市》为腾讯平台活跃用户量最大社交游戏产品；公司从 2012 年开始布局移动游戏业务，先后推出《战舰帝国》、《龙之牧场》、《红色帝国》等多款人气手游，主力产品《战舰帝国》月流水峰值已经达到 5000 万元，并先后在东南亚、日韩等市场上线。公司 2015 实现收入 3.46 亿元，实现净利润 1.13 亿元，较 2014 年同期大幅增长。

行业分析：国内页游微端化、手游细分化趋势明显。(1)2015 年国内页游市场规模 219.6 亿元，同比增长仅 8.3%。伴随着页游市场景气度下移，市场竞争激烈程度明显降低。在页游精品化趋势下，我们判断微端游戏具有确定性的市场发展前景。(2)国内移动游戏市场 2015 年收入 514.6 亿元，同比增幅高达 87.2%，移动游戏产品类型持续细分。考虑到国内庞大军迷用户基础，以及 PC 端军事题材游戏良好表现，我们判断移动端军事题材类游戏具有广阔市场空间。海外手游市场空间广阔，中国企业出海充满机遇。目前公司正在微端页游、军事类手游领域进行持续聚焦。

公司研发团队实力雄厚，在运营产品表现稳健，长期产品储备充足。(1)核心成员均来自于畅游等国内知名游戏企业，研发技术人员在公司内占比接近 90%。社交游戏产品《QQ 超市》按用户规模长期位列腾讯平台社交游戏第一位，2014 年上线《战舰帝国》注册用户数已超过 1500 万。(2)产品 pipeline 储备充足，核心手游产品《战舰帝国》收入流水长期有望保持平稳向上，主要页游产品《红警大战》、《QQ 超市》收入和用户数据下行幅度已经明显收窄。在产品布局策略上，公司持续聚焦，在页游领域聚焦微端游戏，在手游领域重点发展军事题材类游戏。

公司和腾讯平台紧密结合，并积极推进外延并购，不断拓展业务边界。(1)渠道方面，腾讯为公司的主要股东之一，旗下投资平台在公司合计股份占比 20%。在海外市场，公司产品《战舰帝国》2014 年荣登韩国 Apple Store 畅销榜第 7 名，2015H1 海外市场占公司整体收入比重达到 30%。(2)外延扩张方面，2016 年公司收购韩国 KOSDAQ 上市企业 COWON SYSTEMS 34.7% 股权，成为其第一大股东并获得控制权，公司后续有望以该韩国上市公司为衔接平台，实现中日韩三国泛娱乐市场间资源的有效流动和对接。

盈利预测、估值及投资评级。我们维持公司 2016/17 年净利润为 1.63/2.24 亿元的预测，新增公司 2018 年 2.85 亿元的净利润预测，对应 EPS 为 5.11/7.04/8.93 元；维持公司每股 107.44 元的目标价，维持“买入”评级。

表 25：华清飞扬财务数据及盈利预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	168.4	346.04	431.9	549.8	674.1
增长率 YoY(%)	26.2	105.49	24.81	27.30	22.6
净利润(百万元)	34.1	113.08	162.7	224.3	284.6
增长率 YoY(%)	22.1	231.6	43.9	37.9	26.9
每股收益 EPS(元)全面摊薄	1.07	3.55	5.11	7.04	8.93
市盈率 PE (x)	62	18.7	13.0	9.4	7.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价选取为公司最近一轮定增价格

光音网络（835505）：场景营销强势来袭，双轮驱动抢滩登陆

国内领先的场景营销大数据云平台。光音网络是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业，旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。光音小云通过铺设商业 WiFi 聚集本地商户，商户可通过广告家平台向附近的目标用户精准投放广告、开展 O2O 营销；同时，广告家平台整合光音小云及其他商业 WiFi、场景媒体资源，对接百度联盟，开展程序化购买投放服务。2013 年以来公司业绩持续高速增长，2014 年收入和净利润分别为 1.65 亿元和 2447 万元。公司 2015 年收入 2.99 亿元，同比增长 81.1%；归母净利润 6369 万元，同比增长 158.61%。

场景营销助力企业实现 O2O，未来发展空间巨大。移动智能终端的普及催生大量移动营销需求。据 eMarketer 数据，2014 年中国移动广告市场规模约 500 亿元，同比增长 330%，预计 2018 年有望达到约 2500 亿元，4 年 CAGR 为 150%。移动互联网 O2O 解决了线下商户推广效率低、获客成本高的痛点，2015 年中国市场规模达 4600 亿元，保守估计将带来 460 亿元增量广告需求。场景营销连接商家、用户和场景，通过对目标用户的精准定位，助力线下商户实现高效 O2O，未来增长空间巨大。光音网络率先布局场景营销，位于数字营销行业第一梯队，未来有望深度受益。

内生增长：“光音小云+广告家”双引擎驱动光音网络商业闭环。(1) 光音小云线下建网，占据场景流量入口。通过向本地商家提供硬件 WiFi 和软件服务，光音网络将联网用户转化为可变现的场景流量资源。目前，光音网络通过旗下的光音小云和其他商业 WiFi 网络已经合计覆盖 70 个地区，30 万家知名商户、3 万辆公交巴士、1500 家娱乐场所、全国 95% 以上的网吧，以及机场、火车站、旅游景点等驻地网络。(2) 广告家平台程序化购买，实现场景流量变现。广告家平台将程序化购买与场景结合，通过场景库分析广告主的目标用户的属性，实现精准投放。通过产业链上下游整合，公司目前汇聚了大量的广告主和场景化媒体资源，日均展示 5.5 亿 PV，覆盖 1.5 亿独立用户，75% 流量拥有场景标签。

外延扩张：光音网络积极卡位场景流量市场。数字营销行业并购浪潮高涨，2014-2015 年，A 股上市公司参与投资或并购数字营销企业的案例达 50 余起，总金额超过 200 亿元。主板的收购浪潮正延伸至新三板，2015 年点点客、银橙传媒、沃捷传媒等公司也相应进行了外延布局。光音网络分别以 300 万元收购享途科技 10% 股权、以 950 万元收购效果无限拥有的 4 项软件著作权及安米网站，积极卡位车用无线市场和社区无线市场。未来，公司将坚持外延扩张战略，不断布局场景流量市场。

风险因素。市场竞争加剧、媒体渠道成本上升的风险和人员流失的风险等

盈利预测、估值分析及投资评级。光音网络作为技术驱动型数字营销企业，有望深度受益于场景营销行业爆发。我们维持光音网络 2016-18 年 EPS 预测 3.56/5.71/7.61 元。我们维持公司 114 元目标价（对应 36 亿元目标市值和 2016 年 32X），维持“买入”评级。

表 26：光音网络财务数据和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	164.9	298.7	522.5	896.8	1,416.1
增长率 YOY%	197.6	81.1	74.9	71.6	57.9
净利润（百万元）	24.6	63.7	113.2	181.7	242.0
增长率 YOY%	2,925.6	158.6	77.8	60.4	33.2
每股收益（元）	0.77	2.00	3.56	5.71	7.61
PE（倍）	125	48	27	17	13

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 5 月 13 日收盘价

瓦力科技（832638）：专注打造入口级产品的互联网厂商

专注打造入口级产品的互联网厂商。公司成立于 2012 年，主要从事 PC 互联网、移动互联网工具应用的开发和运营。在 PC 端，公司先后开发了网址导航、软件下载站、Linux 桌面操作系统等多个产品，移动端则包括抢红包软件、wifi 连连看、LBS 工具、桌面工具等入口级产品。未来公司计划通过丰富旗下产品组合、精准数据分析持续提升流量规模和变现效率。公司 2015 年实现收入 1.17 亿元，主要由 PC 端业务贡献，净利润 2010 万元，收入、净利润较 2014 年分别增长 87.9%、312.0%。

PC 用户流量有望保持稳定，移动互联网用户入口呈现层级化、多样化特征。我们分析认为，国内 PC 用户流量长期仍将保持稳定，较难出现急剧下滑。PC 互联网用户追求简单、便捷的习惯使得网址导航等仍为 PC 用户重要流量入口。相较于 PC 互联网，我们认为移动互联网用户流量入口具有如下典型特征：（1）层级化。入口之间具有天然的层级关系，硬件/操作系统为最底层，入口效应最大，垂直细分 APP 为最上层，入口效应相对最弱。（2）多元化。受参与者众多，以及用户使用场景多样化、碎片化特征决定，用户流量入口呈现碎片化、多样化特征。

公司团队产品、技术能力突出，阵容稳定。公司创始人、董事长罗文具有丰富的互联网从业经历，能够敏锐捕捉互联网用户基础需求，在其职业生涯中曾先后开发出了 start os 操作系统等多款社会大众耳熟能详的明星级产品。罗文、运营负责人钟志华及其他公司核心员工在一起工作时间超过 5 年，且长时间保持较为稳定状态。团队整体具有系统级产品研发能力，产品策划、技术研发能力突出。

公司专注打造入口级互联网产品。（1）PC 端。自 2012 年公司成立以来，公司已有 999 网址导航、下载吧、天地联盟和 StartOS 操作系统等系列核心产品，其中网址导航在国内同类产品排名第六，下载吧排名第五，天地联盟排名第五。（2）移动端。持续捕捉和满足用户需求，打造入口级产品，先后推出瓦力抢红包、WIFI 连连看等多款产品，其中瓦力抢红包 android 渠道累计下载量已经超过 1000 万，并保持快速增长，WIFI 连连看测试阶段 android 下载量就已经超过 10 万，显示出良好发展势头。

流量基石稳定，变现条件具备。（1）PC 端流量，受自身产品天地联盟流量资源拓展、PC 端市场竞争减弱等因素推动，公司 PC 端流量在 16 年有望保持 20%左右增幅。（2）移动端流量，移动产品在 2015 年仅半年时间下载量突破 1 千万，保守预计 2016 年新下载量将不低于 15 年，按下载到 DAU 10%的转化率测算，2016 年底移动产品合计 DAU 预计不低于 200 万。（3）流量变现，目前公司正通过大数据分析等举措实现上下游流量精准匹配，提升流量变现能力。

风险因素。国内流量市场竞争持续加剧风险，公司不能持续推出成功的新移动入口级产品应用的风险。

估值分析。公司近年来业绩持续高速增长，2015 年实现营业收入 1.17 亿元，实现净利润 2000 万元。公司目前为做市转让，按 5 月 13 日价格，公司市值 5.76 亿元。

表 27：瓦力科技财务数据

项目/年度	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	22	62.02	116.56
增长率 YOY		181.91%	87.94%
净利润（百万元）	-0.2	4.88	20.1
增长率 YOY		NA	311.89%

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

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；
	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) 本期报告涉及新三板挂牌企业海鑫科金（430021）、光音网络（835505）、瓦力科技（832638）、美林数据（831546）、观典航空（832317）、合力亿捷（833629）、有米科技（834156）、点点客（430177），按照企业公告的信息，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/或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。

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。