

大汉三通 股票代码：430237.TB

领跑第三方流量经营,激活短信入口价值

独到见解：

大汉三通深耕短信业务十余年,拥有核心竞争力规模和客户,在“互联网+”的风口下坐享爆发式增长。在流量业务蓝海中,以“大汉流量银行”迅速占领市场,领跑第三方流量服务。企业短信业务作为公司传统业务,公司基于短信的发送方式和短信的入口价值,正在尝试新的商业模式,从移动互联网工具厂商走向移动互联网平台企业。

目标价：-RMB

当前股价：11.00 RMB

投资评级推荐

评级变动维持

投资要点

1、移动互联网的卖水者：领跑第三方流量经营

各种基于移动互联网的新兴业态层出不穷,推动着世界从“人人互联”向“物物互联”迈进,而任何设备的接入与连接都离不开流量,流量成为支撑信息应用服务的血管和命脉。流量的增长无疑是一个确定性高增长的行业,所以我们认为在增量市场上,做流量相关生意的都是好公司、好行业。

流量生意的新模式：从个人消费市场到企业消费市场,这是一个0到1的过程。整个业务的逻辑：运营商要开展流量经营,互联网公司希望改善客户体验,后向流量业务将是运营商与互联网企业供需两旺的业务类型。运营商的基因属性和国内三大运营商分割现状也决定了流量经营业务需要第三方服务厂商来进行业务和资源的整合。大汉三通很早就看到了流量运营这块市场,提早布局,成为中国移动第一批全国流量运营的服务提供商。

半年已见成效,经营数据异常靓丽:2015年7月份流量产品正式上线运营,运8月份即实现收入1500万,9月份实现收入4000万,2015年上线的“大汉流量银行”半年时间里营收达到1.2亿元。而到了2016年第一季度,业务营收已经实现1.4亿。

2、传统短信业务有望创新,激活短信入口价值

短信发送方式未来有望发生变化,有望大幅提升公司毛利率水平。公司正在尝试与小米合作,将原本通过移动网关发送的短信改为网络发送给手机,创新了商业模式。

通过对短信功能改造,可以把短信文字内容识别出来,转化成富文本内容,直接与微信公众号功能,竞争比如收到携程的机票文字信息,转化成航班富文本,并且可以在短信的窗口实现菜单定义,进而实现企业服务与营销。目前小米的主流手机都已经初步实现了该功能,将极大的激活短信入口的价值。

证券分析师



证券分析师：束海峰

执业编号：S0360514060001
电话：010-66500831
邮箱：shuhaifeng@hcyjs.com



联系人：张弋

电话：010-66500868
邮箱：zhangyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	8,814
流通A股/B股(万股)	5,176/-
资产负债率(%)	30.0
每股净资产(元)	1.14
市盈率(倍)	70
市净率(倍)	10
12个月内最高/最低价	30/1

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《大汉三通(430237)：移动互联网的卖水者,企业流量业务已经初具规模》
2016-01-12

3、股权结构：核心股东利益一致，员工持股激励充分

公司董事、监事、高管和核心员工合计持股 11.23%，预计产生很好的员工激励作用。公司目前的核心高管均持有股份，大多为公司的创业元老，稳定和公司团队和良好的激励机制将促进公司更长远的发展。

4.投资建议：

看好企业短信市场的快速爆发和未来企业流量蓝海市场的巨大空间，在流量业务蓝海中，以“大汉流量银行”迅速占领市场，领跑第三方流量服务。企业短信业务作为公司传统业务，公司基于短信的发送方式和短信的入口价值，正在尝试新的商业模式，从移动互联网工具厂商走向移动互联网平台企业，未来有望激活短信入口价值引发价值重估。**我们预测公司 2016、2017 年的 EPS 分别为 0.54、1.23，对应的 PE 为 20、9 倍，维持推荐评级。**

5.风险提示：

- (1) 通信资源开放程度政策变化风险
- (2) 移动通信技术替代风险
- (3) 业绩发展低于预期

主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	250	999	1,998	2,997
同比增速(%)	203.9%	300.0%	100.0%	50.0%
净利润(百万)	14	48	108	189
同比增速(%)	173.6%	244.7%	126.0%	74.0%
每股盈利(元)	0.16	0.54	1.23	2.14
市盈率(倍)	68	20	9	5

资料来源：公司报表、华创证券

目录

一、短信+流量+X，做移动互联网卖水者：工具类服务提供商.....	5
三、移动互联网的卖水者：领跑第三方流量经营,激活短信入口价值.....	6
(一) 企业短信爆发式增长，公司坐享行业红利.....	6
1、企业短信爆发式增长的逻辑	6
2、企业短信短期内无可取代	6
3、企业短信的核心竞争力：规模和客户	7
4、公司的企业短信业务现状	7
(二) 大汉流量银行：流量经营的领跑者	7
1、流量：更大的市场蓝海.....	7
2、流量经营的领跑者	11
3、抢占市场高地，毛利暂时性偏低	11
三、股权结构：核心股东利益一致，员工持股激励有效.....	11
四、投资建议.....	13

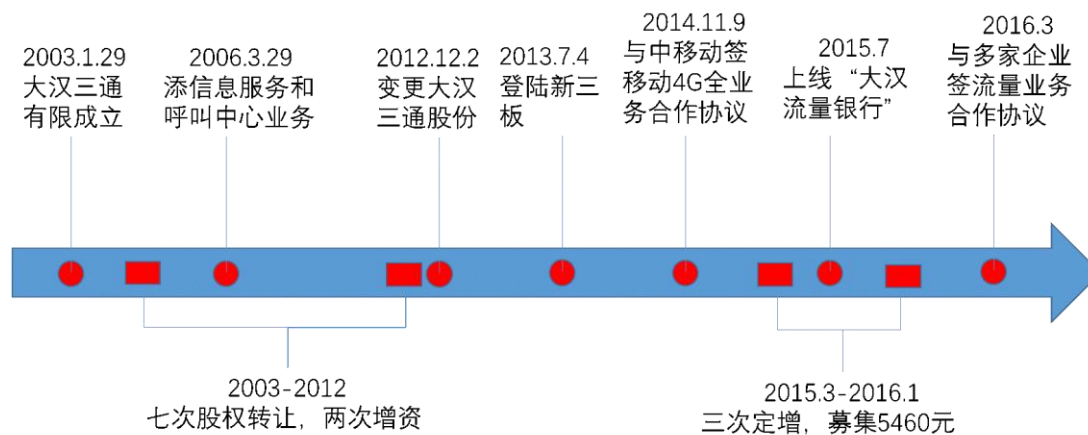
图表目录

图表 1 大汉三通发展历程.....	5
图表 2 大汉三通研发费用.....	6
图表 3 大汉三通主营业务构成.....	6
图表 4 国内移动互联网流量发展情况.....	8
图表 5 移动互联网接入流量同比增速数据.....	8
图表 6 流量经营种类.....	9
图表 7 后向通用流量主要的应用场景.....	9
图表 8 后向定向市场.....	10
图表 9 前向定向：未来市场无限好，需要时间和技术升级。.....	10
图表 10 大汉三通股权结构图.....	12

一、短信+流量+X，做移动互联网卖水者：工具类服务提供商

上海大汉三通网络通信有限公司于 2003 年成立，注册资本 100 万元，主营业务为网络通信系统、电子通讯产品研发、销售、系统集成，信息服务业务（不含短信息服务业务、电话信息业务）等。公司成立之后，经过七次股权转让，两次增资，2012 年 12 月 2 日，有限公司整体变更为股份公司，以公司经审计的净资产 14,103,762.89 元按 1:0.7806 比例折合为股本 1,101 万股。2013 年 7 月 4 日公司股票在全国股份转让系统挂牌公开转让。

图表 1 大汉三通发展历程

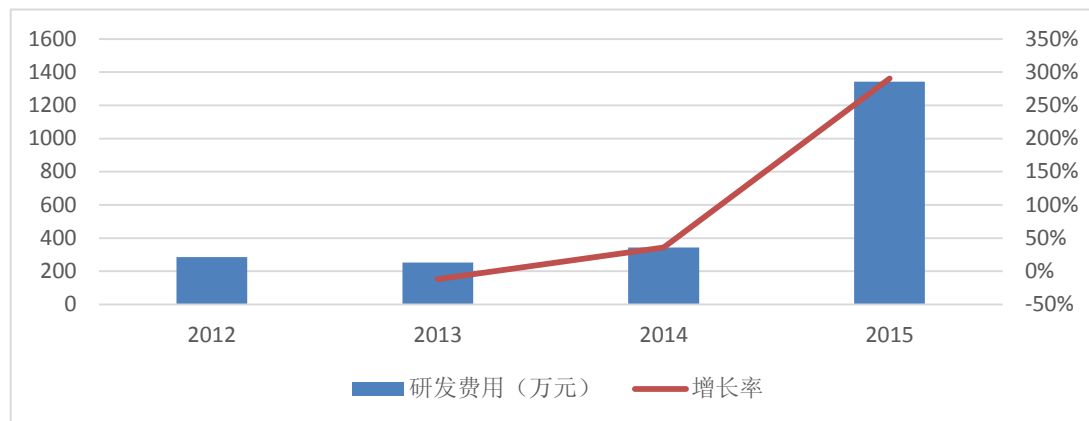


资料来源：华创证券

短信业务高稳增长：大汉三通是国内领先的移动互联网融合通信服务商，是国内短信业务第三方运营商的龙头企业。公司以通讯软件起家，2006 年增添信息服务业务（短消息），开启了深耕短信业务的征程。2015 年整合产品线，建立短信云平台服务。公司以“领袖级产品、领袖级服务、领袖级客户”为战略目标，聚焦物流、电商、金融、航空、酒店五大优质行业的前 50 名龙头企业，凭借多年的技术积累优势和优质的服务，获得广泛的客户认同和业务增长。2011 年到 2015 年短信业务的年复合增长率高达 65%。

流量是新蓝海：全国目前每年流量市场规模在 4000 亿左右，切还在高速增长。公司抓住 4G 流量爆发的机遇，在 2015 年 1 月开始组建流量业务团队，7 月份迅速上线“大汉流量银行”，之后半年实现 1.2 亿营业收入，成为第三方流量行业的佼佼者。2016 年一季度流量业务收入 1.42 亿元，超过 2015 年半年业绩。流量业务的高速增长源于公司清晰的定位。作为公司新业务，迅速扩大市场占有率，提高市场地位是业务发展的重中之重。

“短信+流量+X”模式：作为一个创新型企业，公司借助短信业务优势，开发流量市场，同时按照“移动互联网-房子装修理论”不断开发、孵化新技术新产品并推广。公司每年拿出营业收入的 3%-7%投入研发，对于一个毛利率只有 30%左右的企业，改投入已经相当可观，足以表明公司对“短信+流量+X”产品创新模式的执行力度。

图表 2 大汉三通研发费用


资料来源：华创证券

三、移动互联网的卖水者：领跑第三方流量经营,激活短信入口价值

公司目前的业务主要两块：短信业务和流量业务

图表 3 大汉三通主营业务构成

业务名称	2016.1-3 营收 (亿元)	占比	2015 营收 (亿元)	占比
短信云平台服务	0.5	20.7%	1.29	51.8%
大汉流量银行	1.92	79.3%	1.2	48.2%
合计	2.42	100.0%	2.49	100.0%

资料来源：华创证券

(一) 企业短信爆发式增长，公司坐享行业红利

企业短信的业务模式就是从运营商那里获得较低成本的短信使用权，再溢价提供给互联网、金融、快递等企业，赚取其中的差价。

1、企业短信爆发式增长的逻辑

移动互联网快速发展，手机号码成为一个很重要的识别 ID，验证码以及团购等移动互联网的确认和提醒等消息都必然以短信的方式发送。滴滴、美团、猫眼等这些高频使用 APP 几乎每天都给我们发送类似的企业短信，我们可以直观的感受未来将有更多移动互联应用的场景，更高的使用频次，更多的 APP 应用会出现，加之，我国拥有世界上最多的手机用户群体，互联网企业短信的行业增速在未来几年都很难看到天花板。

2、企业短信短期内无可取代

微信的渗透对于个人短信的冲击非常之大。然而在企业短信领域，微信是难以实现逆袭的。主要因为：

- (1) 完备性：不能保证所有手机用户都装了微信。
- (2) 实时性：不能保证所有时间和地点都有能够支持微信在线的网络信号。
- (3) 安全性：涉及到账户密码，消费代码等消息，通过微信传递和保存都有一定的安全隐患。
- (4) 排他性：微信是腾讯系的企业，互联网竞争的格局难以让其他巨头通过微信方式传递信息。

目前，微信已经出现了四年半，在这一段相当长的时间里，并没有对企业短信产生很大的威胁，未来取代企业短信几无可能。除此之外，我们暂时没有看到有足够替代短信的即时通讯技术。

3、企业短信的核心竞争力：规模和客户

首先，企业短信服务需要通过与运营商合作，依靠运营商的网络通道和接入平台才能提供。电信运营商在业务中对于技术和服务有较高的要求与标准，且更换合作伙伴的成本较高，所以，只有技术先进、规模较大的服务商才能与运营商建立长期稳定的合作关系。

其次，企业短信的量上不去，公司的短信获取成本就降不下来。经过多年的市场竞争，该项服务的价格已经处于很低的水平，没有成本和客户这两个先发优势，就很难在行业里生存下来。

4、公司的企业短信业务现状

公司于 2003 年 3 月成立，从短信业务开始，经过 12 年的发展，逐渐成长为国内领先的短信业务运营商。

2014 年，短信行业重新洗牌，垃圾短信、点对点短信持续下降。2015 年 OTT 业务给运营商短信和语音业务，带来巨大影响，造成增量不增收的现象，信息消费不断向终端和应用转移。公司壮士断腕，主动清理不活跃客户，保留优质客户，提升服务质量和单个客户的贡献值；并以功能性短信、行业短信为突破口，在十多年积累的行业领先技术和服务护航下，2015 年保持了稳定增长的好趋势。

2015 年，公司积极拓展目标客户群体，布局上下游产业链，持续聚焦物流、金融、电商、手游、航空酒店等优质行业客户。百度、京东、中信电讯国际、中信银行、饿了么、百胜、1 号店、亚马逊等成为公司重要客户，业务遍及上海、杭州、北京、深圳、南京、苏州、广州等一线城市。

凭借公司积累的技术、服务和口碑，公司与大部分老客户续约成功，2015 年第一季度短信业务同比增长达 400%，二季度、三季度业务量不断刷新，在四季度 11 月份达到全年的峰值，全年发送短信 35 亿条，同比增长 152%。刚刚发布的 2016 年第一季度报告显示，公司的短信业务继续成倍增长，实现季度业绩 0.5 亿元，同比增长 158%，完成去年全年业绩（1.29 亿）的 39%。

公司目前的企业短信日处理量高达一亿条，通道接入千余条，四大业务指标行业领先：

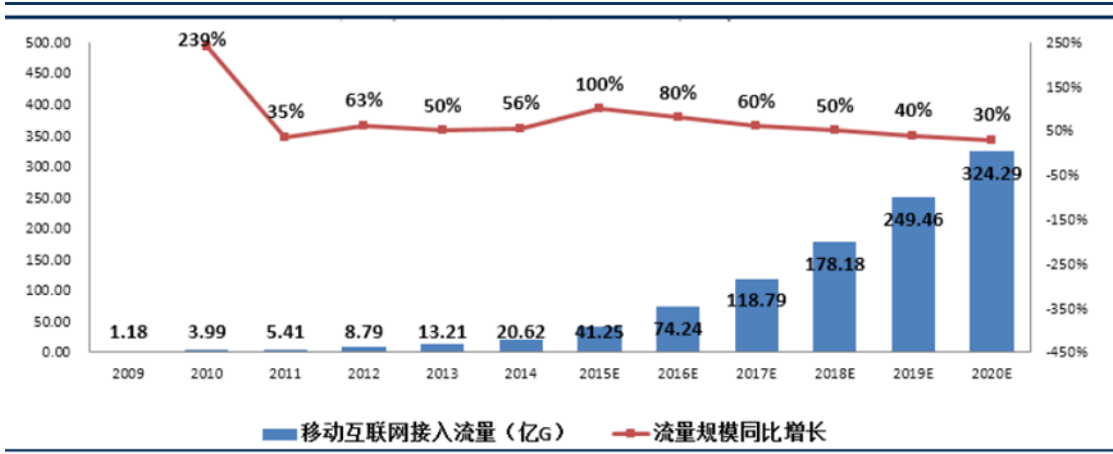
- (1) 长期稳定：7*24 小时，全年服务，故障时间 < 5 分钟；
- (2) 不延时：90% 以上的短信可在 10 秒内到达，3 分钟后到达的短信不计费；
- (3) 大容量：支持大容量短信提交处理能力，单客户提交速度达 500 条/秒；
- (4) 全国可达：全国唯一的号码、三网合一、支持上下行和状态报告、全国可达。

（二）大汉流量银行：流量经营的领跑者

1、流量：更大的市场蓝海

流量是一个非常大的市场，目前全国每年流量市场规模约在 4000 亿左右，并且仍呈现高速增长态势。工信部数据，月户均移动互联网接入流量突破 360M，手机上网流量连续 10 月翻倍增长。2015 年 10 月当月移动互联网接入流量达 4.2 亿 G，创历史新高，1-10 月累计达 32.1 亿 G，同比增长 100.2%。随着虚拟现实、移动视频、车联网、物联网等高耗流应用日趋成熟，移动流量将迎来需求大爆发及指数级增长。机构预测，2014 年到 2019 年我国流量消费将增长 13 倍，复合增速为 67%。

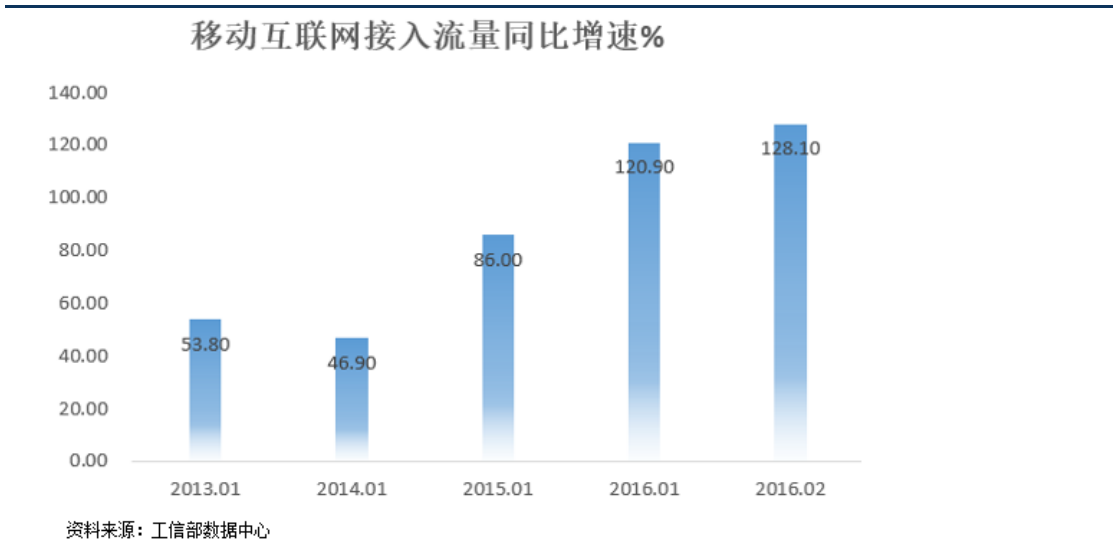
图表 4 国内移动互联网流量发展情况



资料来源：华创证券

各种基于移动互联网的新业态层出不穷，推动着世界从“人人互联”向“物物互联”迈进，而任何设备的接入与连接都离不开流量，流量成为支撑信息应用服务的血管和命脉。流量的增长无疑是一个确定性高增长的行业，所以在某种程度上来讲，在增量市场上，做流量相关生意的都是好公司、好行业。

图表 5 移动互联网接入流量同比增速数据



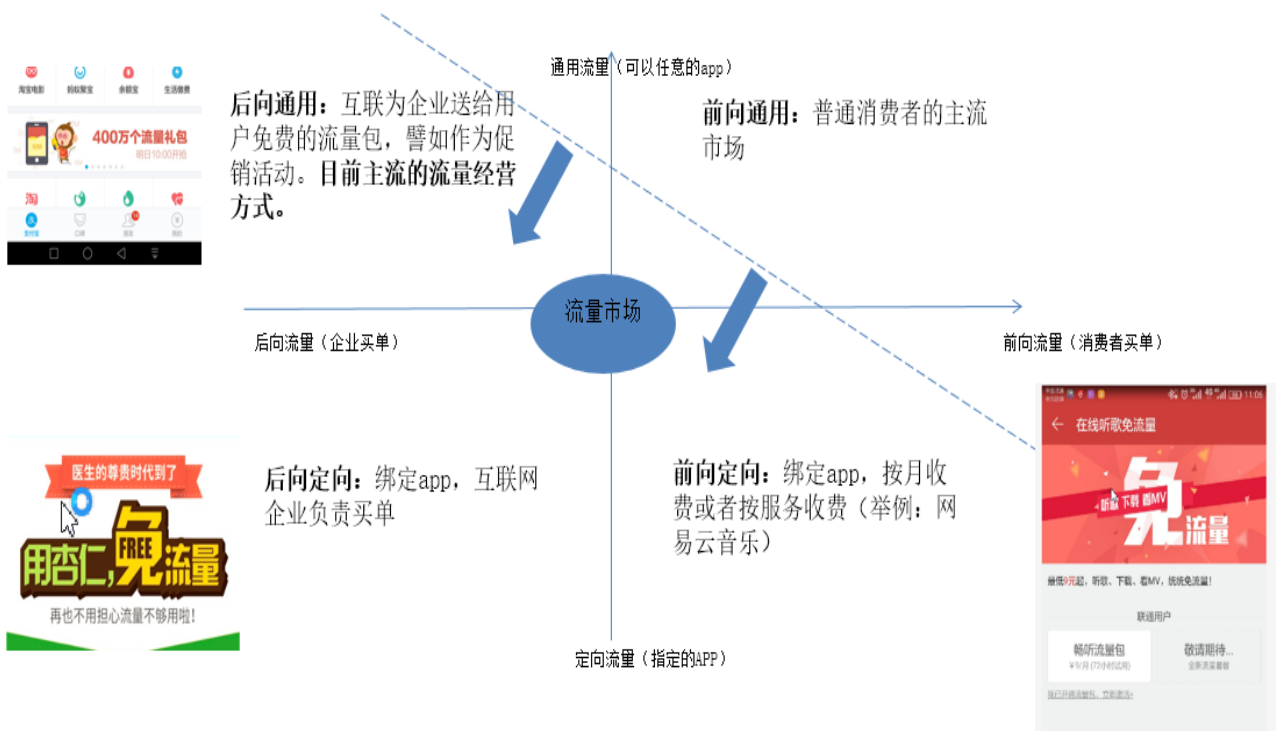
资料来源：工信部数据中心

资料来源：华创证券

流量生意的新模式：从个人消费市场到企业消费市场，这是一个 0 到 1 的过程。流量的后向业务，原来由用户客户端这边去访问资源，用户付费的部分，未来由企业去买单，企业将代替个人成为移动端流量的消费主体。该项业务的基本逻辑：运营商要开展流量经营，那边互联网公司希望改善客户体验，双方愿望一致，立场趋同，后向流量业务应该是运营商与互联网企业一拍即合的合作。

目前的流量经营我们认为主要根据流量的通用、定向和前向、后向等几个属性分成四种商业模式，我们看重的企业流量市场主要是指后向通用、后向定向和前向定向等市场。

图表 6 流量经营种类

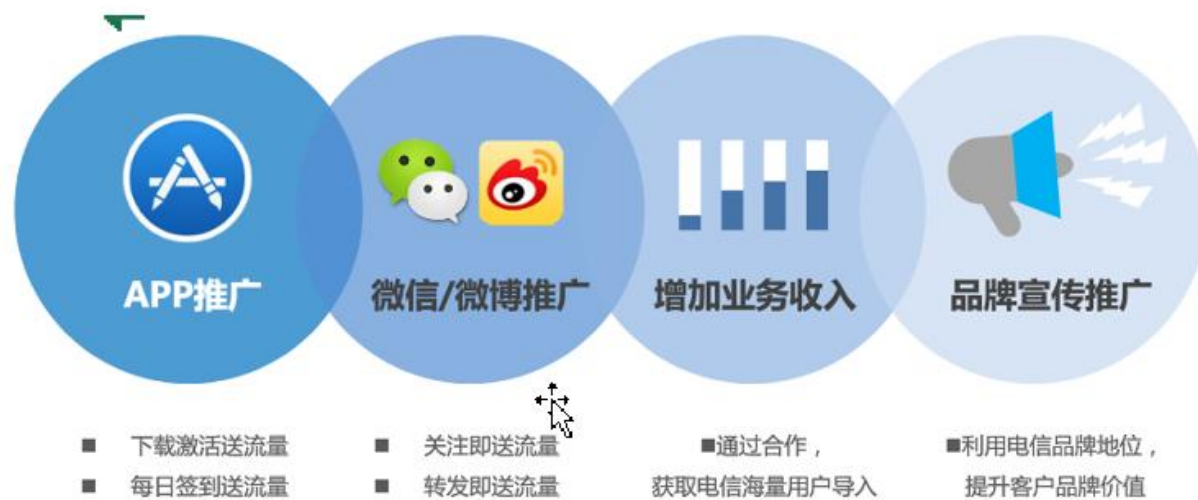


资料来源: 华创证券

(1) 后向通用: 简单和易用, 切走的是企业营销支出的蛋糕

图表 7 后向通用流量主要的应用场景

后向通用流量主要的应用场景

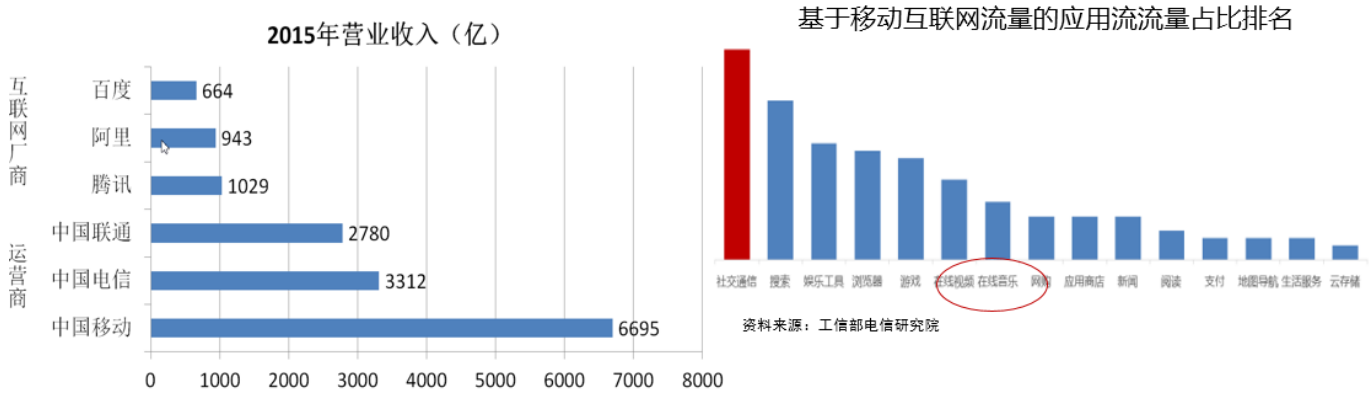


资料来源: 华创证券

(2) 后向定向: 市场空间大, 但是互联网企业补不起

图表 8 后向定向市场

有关的流量全部由商家付费，商家通常会采用这种模式，一般都是在流量使用比较小的情况下。



收入规模：互联网和运营商相比不是一个量级

- 假设未来运营商50%收入来自流量，也就是6000亿的收入规模。
- 6000亿的收入互联网厂商能补贴的起？

结论：市场空间很大，但是让互联网企业自己买单，补贴不起。

资料来源：华创证券

(3) 前向定向：未来市场无限好，需要时间和技术升级

图表 9 前向定向：未来市场无限好，需要时间和技术升级。

消费者付费给企业，企业付费给运营商，以相对较低的价格刺激消费者去使用。



结论：商业模式可行，一方面促进消费者使用，另一方面消费者自己也承担成本，也符合我们之前的两条标准。但是目前进展是严重低于预期的，现在做的项目都是运营商自己在做

资料来源：华创证券

结论：（1）我们看好企业流量市场的爆发，但现在还处于 0 到 1 的阶段，需要时间；（2）目前流量经营的企业主要是后向通用为主，定向流量尚没有大规模爆发，定向流量才是企业流量市场的未来，预期需要 1-2 年的时间对系统改造。流量经营为运营商大数据最确定方向，后向流量经营实现了企业、运营商和终端用户的共赢。后向流量经

营的市场才刚刚开启，今年运营商的移动业务数据收入将突破 3000 亿元，未来仍将持续高增长。

2、流量经营的领跑者

(1) 提早布局，抢占先机

公司很早就看到了流量运营这块市场，提早布局，成为中国移动第一批全国流量运营的服务提供商，能以 7.5 折左右的价格拿到全国流量。（后续中国移动改变了策略，全国流量最低 9.5 折，这个大门就关上了），但是留给公司 1 年的时间窗口。

在 2014 年年底获得行业首家中国移动集团总部 4G 全业务代理商资格之后，快速组件团队，抢占市场先机，并先后和联通、电信等旗下多家省级公司签订合作协议。7 月份流量产品正式上线运营，运营模式为“直销+渠道”双管齐下，8 月份即实现收入 1500 万，9 月份实现收入 4000 万，2015 年上线的“大汉流量银行”半年时间里营收达到 1.2 亿元。而到了 2016 年第一季度，业务营收已经实现 1.4 亿，达到全年 6-8 亿的目标几乎是板上钉钉的事。

据调研，2016 年运营商开发的流量资源将超过 100 亿元，作为规模效应显著的业务，率先进入的公司更容易通过运营商资源、客户资源的快速获取形成规模效应，形成行业壁垒。目前，公司已经和 BAT、京东、小米等互联网行业龙头签订合作协议，建立行业突出领先优势，流量业务最高单月收入突破 4000 万元，占据了市场领先地位。长期有望成为市场高速增长的主要受益者。

(2) 流量业务的经营模式

公司的业务模式为：2B 和 2C 同时进行，多种商业模式探索。

2B: 给企业提供流量包的运营促销活动，譬如已经签订的华夏、花旗银行、邮政银行，来进行积分兑换，公众号增加活跃度等，也陆续与爆米花网视频、小米手机、京东商城、好利网、花旗银行、春秋航空等多家企业提供基于 4G 的移动流量运营服务。

2C: 大汉流量银行已经上线，定位产品，实现流量货币化，打造成互联网平台。

(3) 企业级服务成互联网新引擎

小米黄页是所有 MIUI 用户拨号软件必备的页面，目前公司是小米黄页合作运营的企业之一，也是公司进行 2B 业务的一个范例。公司两个全资子公司与小米旗下公司实现全面战略合作，标志着大汉三通向移动互联网企业级服务商迈进一大步。目前 MIUI 拥有 1.5 亿用户，其中 9000 万黄页活跃用户，这个数字还在稳定增长。大汉将帮助小米更多的企业入驻黄页，参与运营分成。

3、抢占市场高地，毛利暂时性偏低

流量业务是公司的新业务，与短信是不同的表现形式。公司为快速占领市场地位，提高市场占有率，目前是以大流水、低毛利的形式运营流量业务，加之互联网入口尤其是支付宝和微信的议价能力之高，因此毛利率在 8 到 10 几个点已经非常可观。我们认为，以公司目前的布局和成绩，接下来两年的市场占有率将有很大的提高，同时利润也将达到一个更高的水平。

三、股权结构：核心股东利益一致，员工持股激励有效

公司主要股东简介：

(1) 高比布：公司董事长、董事、总经理，复旦大学软件工程硕士，东华大学信息系统专业毕业。曾在长江计算机集团、上海贝尔公司任职、2003 年 3 月 3 日创立大汉三通公司。

(2) 黄筱芬：公司董事、副总经理，软件工程硕士交大安泰管理学院 MBA，曾在重庆电信公司任职。

(3) 李伟：公司董事、副总经理，华东师范软件工程硕士，东华大学环境工程系。曾在微软等著名国际软件公司任职。

(4) 高金容：公司董事会秘书，重庆师范大学外国语系毕业。

2015 年高比布和黄筱芬夫妇合计持有公司 44% 的股份，为公司控股股东和实际控制人，未发生变化。公司处于成长期，市场竞争优势明显：

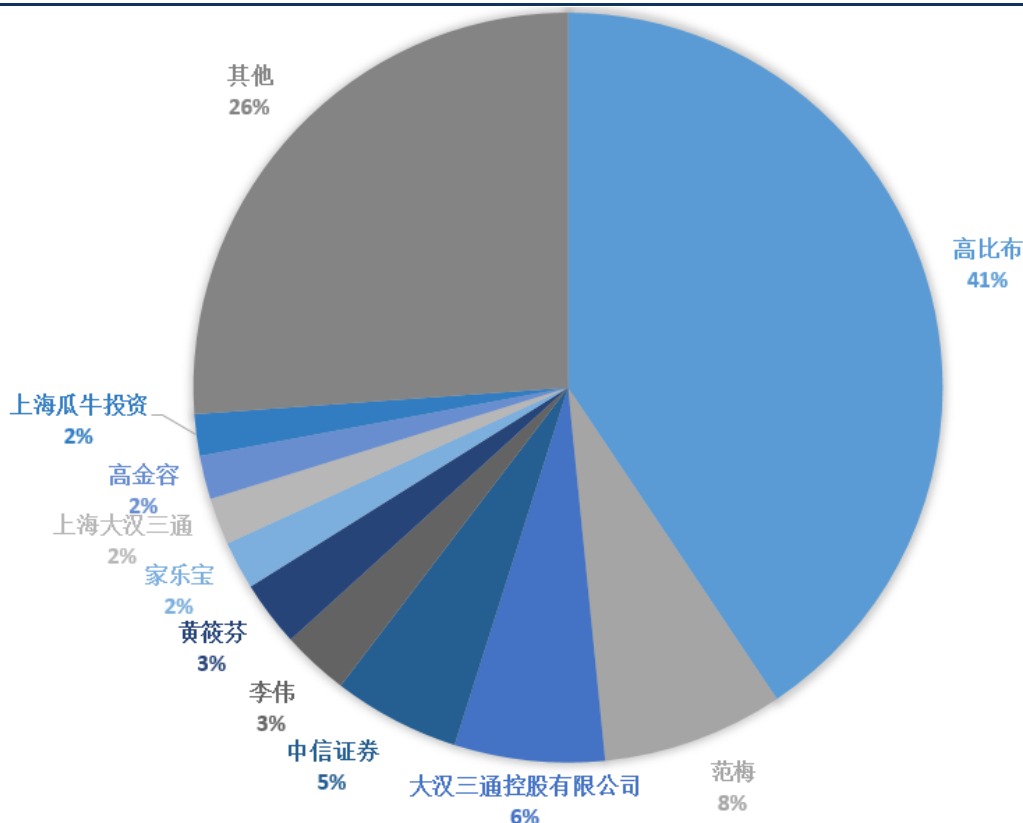
决策迅捷，执行力强。公司控股股东一直为高比布夫妇，利于集中决策。利益高度相关，利于产生最佳激励效果。

(1) 信任度高，有效降低企业组织费用。

(2) 有利于充分利用股权融资方式，降低资产负债率，强化偿债能力，降低财务费用。近几年公司的资产负债率一直下降，源于公司多次定向增发，同时又缩减借贷。这种融资方式对股东压力较大，但对大汉三通来说，一致的利益诉求正适应了这种融资方式。同时，也反映了股东对公司利润增长的信心。

公司董事、监事、高管和核心员工合计持股 11.23%，预计产生很好的员工激励作用。

图表 10 大汉三通股权结构图



资料来源：华创证券

四、投资建议

1、移动互联网的卖水者：领跑第三方流量经营。

各种基于移动互联网的新兴业态层出不穷，推动着世界从“人人互联”向“物物互联”迈进，而任何设备的接入与连接都离不开流量，流量成为支撑信息应用服务的血管和命脉。流量的增长无疑是一个确定性高增长的行业，所以我们认为在增量市场上，做流量相关生意的都是好公司、好行业。

流量生意的新模式：从个人消费市场到企业消费市场，这是一个 0 到 1 的过程。整个业务的逻辑：运营商要开展流量经营，互联网公司希望改善客户体验，后向流量业务将是运营商与互联网企业供需两旺的业务类型。运营商的基因属性和国内三大运营商分割现状也决定了流量经营业务需要第三方服务厂商来进行业务和资源的整合。大汉三通很早就看到了流量运营这块市场，提早布局，成为中国移动第一批全国流量运营的服务提供商。

半年已见成效，经营数据异常靓丽：2015 年 7 月份流量产品正式上线运营，8 月份即实现收入 1500 万，9 月份实现收入 4000 万，2015 年上线的“大汉流量银行”半年时间里营收达到 1.2 亿元。而到了 2016 年第一季度，业务营收已经实现 1.4 亿。

2、传统短信业务有望创新，激活短信入口价值。

短信发送方式未来有望发生变化，直接通过网络消息传播，有望大幅提升公司毛利率水平。公司正在尝试与小米合作，将原本通过移动网关发送的短信改为网络发送给手机，创新了商业模式。

通过对短信功能改造，可以把短信文字内容识别出来，转化成富文本内容，直接与微信公众号功能，竞争比如收到携程的机票文字信息，转化成航班富文本，并且可以在短信的窗口实现菜单定义，进而实现企业服务与营销。目前小米的主流手机都已经初步实现了该功能，将极大的激活短信入口的价值。

综上所述，我们看好企业短信市场的快速爆发和未来企业流量蓝海市场的巨大空间，在流量业务蓝海中，以“大汉流量银行”迅速占领市场，领跑第三方流量服务。企业短信业务作为公司传统业务，公司基于短信的发送方式和短信的入口价值，正在尝试新的商业模式，从移动互联网工具厂商走向移动互联网平台企业，未来有望激活短信入口价值引发价值重估，我们预测公司 2016、2017 年的 EPS 分别为 0.54、1.23，对应的 PE 为 20、9 倍，维持推荐评级。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	41	-69	-171	-190
应收票据	0	0	0	0
应收账款	53	212	423	635
预付账款	28	123	246	364
存货	0	0	1	1
其他流动资产	9	9	9	9
流动资产合计	132	275	507	819
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5	3	2	1
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6	6	6	6
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	12	9	8	7
资产合计	143	284	515	826
短期借款	3	3	3	3
应付票据	0	0	0	0
应付账款	21	90	180	266
预收款项	7	30	59	89
其他应付款	2	2	2	2
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	10	10	10	10
流动负债合计	43	134	254	370
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	43	134	254	370
归属母公司所有者权益	100	148	257	445
少数股东权益	0	1	5	11
所有者权益合计	100	150	261	456
负债和股东权益	143	284	515	826

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-5	-111	-99	-12
现金收益	21	51	116	202
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	-44	-253	-334	-330
经营性应付影响	16	91	120	116
其他影响	1	0	0	0
投资活动现金流	-9	0	-1	-1
资本支出	-8	0	-1	-1
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	0	0	0	0
融资活动现金流	44	2	-3	-7
借款增加	-8	0	0	0
财务费用	0	2	-3	-7
股东融资	53	0	0	0
其他长期负债变化	0	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	250	999	1,998	2,997
营业成本	189	819	1,638	2,427
营业税金及附加	0	1	3	4
销售费用	17	70	140	210
管理费用	22	60	100	150
财务费用	0	-2	3	7
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	16	50	114	198
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	17	50	114	198
所得税	4	1	2	4
净利润	14	49	112	194
少数股东损益	0	1	3	6
归属母公司净利润	14	48	108	189
NOPLAT	21	47	115	201
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.54	1.23	2.14

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	203.9%	300.0%	100.0%	50.0%
EBIT 增长率	98.6%	125.4%	141.2%	75.6%
归母净利润增长率	173.6%	244.7%	126.0%	74.0%
获利能力				
毛利率	24.3%	18.0%	18.0%	19.0%
净利率	5.6%	5.0%	5.6%	6.5%
ROE	13.9%	32.4%	42.3%	42.4%
ROIC	20.4%	31.1%	43.3%	43.8%
偿债能力				
资产负债率	30.0%	47.3%	49.3%	44.8%
债务权益比	3.2%	2.1%	1.2%	0.7%
流动比率	307.9%	205.2%	200.1%	221.3%
速动比率	307.7%	204.9%	199.8%	221.0%
营运能力				
总资产周转率	1.7	3.5	3.9	3.6
应收帐款周转天数	76	76	76	76
应付帐款周转天数	39	39	39	39
存货周转天数	0	0	0	0
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.54	1.23	2.14
每股经营现金流	-0.06	-1.26	-1.12	-0.13
每股净资产	1.14	1.68	2.91	5.05
估值比率				
P/E	68	20	9	5
P/B	9	6	4	2
EV/EBITDA	38	18	8	5

通讯互联网组分析师介绍

华创证券首席分析师：束海峰

北京邮电大学硕士。曾任职于工业和信息化部电信研究院规划所。2012年加入华创证券研究所。2012年水晶球卖方分析师、新财富最佳分析师第六名；2013年水晶球卖方分析师第四名、新财富最佳分析师第五名；2014年新财富最佳分析师第三名；2015年水晶球卖方分析师第二名、新财富最佳分析师第三名。

华创证券分析师：张弋

北京理工大学硕士。曾任职于汉王科技股份有限公司、联想集团。2014年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：梁斯迪

澳大利亚悉尼科技大学经济学硕士。曾任职于嘉实基金、新宝集独立研究机构。2016年加入华创证券研究所。

华创证券高级分析师：徐景春

武汉理工大学工科双学士。曾任职于广西北海银河高科技股份有限公司、腾讯科技股份有限公司、51.COM、盛大游戏，上海原点资产管理有限公司合伙人。2016年加入华创证券研究所。2010年荣获上海市软件行业标兵。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	高级销售经理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500