

中科创达(300496)
强烈推荐
行业：软件

专注的智能终端平台技术提供商

中科创达是移动操作系统行业内，领先的系统解决方案提供商，专注于 Android/Linux 核心技术，提供 Android 等基础操作系统相关产品和服务。

投资要点：

- ✧ **移动互联网技术更新换代，下游多元化创造机遇。** 移动智能终端、芯片厂商等客户竞争激烈引发的差异化及改造开发需求，与医疗、教育等行业定制化趋势，以及 LTE 推广，都将刺激操作系统市场的快速增长。未来厂商更希望能通过软件实现产品的差异化，移动端操作系统定制化需求将增大；Android 系统正进入企业移动设备管理、车载系统、可穿戴设备、行业平板、智能机器人、智能相机等新兴领域。开源开放的 Android 系统在智能手机市场占有率为 2014 年为 80.7%，我们预计其市场支配地位在未来相当一段时间将继续维持和稳固。
- ✧ **公司客户资源优质且稳定，国际化服务能力出众。** 公司拥有高通、Intel、微软、索尼、夏普、三星等全球知名厂商为主的客户资源和战略合作伙伴。未来移动端操作系统技术开发和服务环节势必与上下游产业链结合更为紧密，公司所处领域在整个产业链中的地位将不断提升，市场规模和利润空间大。
- ✧ **募集资金项目分析。** 募集资金用于面向多模 LTE 智能手机的操作系统开发项目、IHV 认证实验室建设项目、面向 64 位芯片的下一代平板电脑操作系统开发项目、及新一代智能电视的开发。募集资金投入后将提升公司核心竞争力，保持公司行业技术领先地位。
- ✧ **公司盈利预测。** 我们预计 15-17 年营业收入分别为 588、770、1024 百万元，归属母公司的净利润分别为 125、194、267 百万元，对应 EPS 分别为 1.25、1.94、2.67 元。考虑行业成长性和公司竞争力及市场对新股的溢价，给予 15 年 80 倍估值，定价区间为 100 元。
- ✧ **风险提示：**客户集中度较高的风险；重要客户业绩下滑的风险；Android 系统经营业态变化的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	452	588	770	1024
收入同比(%)	34%	30%	31%	33%
归属母公司的净利润	112	125	194	267
净利润同比(%)	16%	11%	55%	38%
毛利率(%)	54.1%	52.5%	52.7%	53.0%
ROE(%)	33.0%	12.3%	16.1%	18.5%
每股收益(元)	1.12	1.25	1.94	2.67

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：100

目标价：100 元

评级调整：首次

发行上市资料

发行价格（元）

发行后总股本（万股） 10,000

流通 A 股（万股） 2,500

发行日期 2015 年 12 月 2

相关报告

目 录

一、业内领先的移动智能终端操作系统提供商	4
1.1 专注移动智能终端操作系统，收入结构不断优化	4
1.2 抓住行业发展机遇，12-14 年净利润 CAGR 约 45%	5
1.3 实际控制人 IPO 后持股 36.3%，部分股东为国际知名厂商	6
二、移动互联网大时代，下游多元化创造机遇	7
2.1 全球移动智能终端操作系统正迎来增长高峰	7
2.2 持续增长的多元化下游，提供更大市场机遇	10
三、领先的自主核心技术，国际知名客户丰富	11
3.1 深耕技术，实验室内强化研发创新能力	12
3.2 抓住 3G 向 LTE 迁移的产业机遇，树立技术和市场优势	12
3.3 国际市场经验丰富，业务拓展能力出众	13
四、募投项目分析	14
五、盈利预测与投资策略	15
六、风险提示	15

图目录

图 1 收入的客户结构：智能终端厂商与芯片厂商占 80%	5
图 2 收入的业务结构：软件+服务占 78%	5
图 3 按最终应用的产品分类的销售收入情况	5
图 4 按销售收入区域分布情况	5
图 5 公司 12-14 年净利润 CAGR 为 44.5%	6
图 6 IPO 后股权结构及子孙公司情况	6
图 7 移动智能终端全产业链	7
图 8 2008-2012 年全球移动智能终端操作系统解决方案与服务行业规模	8
图 9 全球智能手机销售量迅速上升	9
图 10 2010-2015 年全球平板电脑销售量	9
图 11 公司在智能终端产业链居核心位置	10
图 12 公司核心技术领域包括应用程序框架、底层架构技术等	11
图 13 公司毛利率近三年维持 50%以上，并逐年上升	14

表目录

表 1 公司主营业务收入划分对应的具体产品和服务	4
表 2 客户群大多为国内外知名厂商	4
表 3 公司旗下控股的子孙公司	7
表 4 移动智能终端操作系统进入车载系统、企业/行业平板、可穿戴设备、物联网设备	9
表 5 公司与芯片厂商和操作系统厂商所开展的联合实验室项目	12
表 6 LTE 市场相关重要政策梳理	13
表 7 公司募投项目计划	14

一、业内领先的移动智能终端操作系统提供商

1.1 专注移动智能终端操作系统，收入结构不断优化

公司是移动智能终端操作系统产品和技术提供商，主要客户为移动智能终端产业链中的大型知名企业，包括高通公司、展讯科技等国际知名移动芯片厂商，以及索尼、NEC、夏普等知名移动智能终端厂商。

表 1 公司主营业务收入划分对应的具体产品和服务

主要业务	具体产品及服务	
软件开发	操作系统定制开发	
技术服务	操作系统升级 操作系统稳定性加强 驱动开发和元器件测试认证 智能终端开发和生产线支持 应用软件测试认证	
软件许可	智能手机操作系统 平板电脑操作系统 智能电视操作系统 图像处理软件	SmartDroid BigDroid TVDroid UCAM
商品销售	采购、推广及销售 QRD (高通参考设计) 测试开发用样机	

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

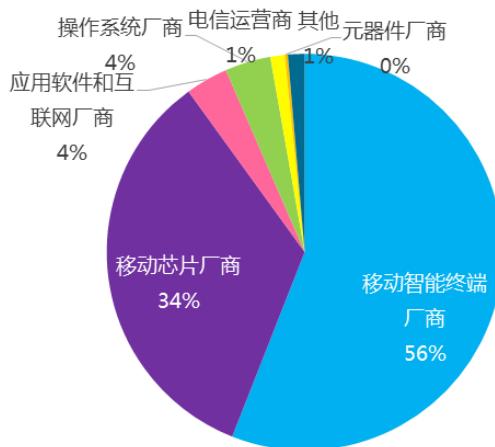
公司所涉及的客户涵盖产业链上下游的移动智能终端厂商、移动芯片厂商、操作系统厂商、电信运营商、元器件厂商、应用软件和互联网厂商。

表 2 客户群大多为国内外知名厂商

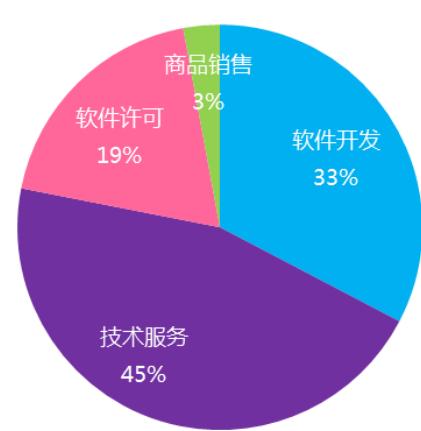
典型客户	产品或服务
移动芯片厂商	高通公司、展讯、Intel 提供完整的软件产品、产品中独立软件包以及技术支持服务以适配支持操作系统软件
移动智能终端厂商	索尼、夏普、富士通、TCL 通讯 提供完整的软件产品、产品中独立软件包以及技术支持服务
操作系统厂商	NEC、Mozilla 提供本地化的技术支持、测试认证、驱动开发等服务
电信运营商	中国电信、法国电信、KDDI、中国移动 提供软件产品和基础测试等技术支持服务
应用软件和互联网厂商	百度、支付宝 提供技术支持服务
元器件厂商	东芝、Aptina、ELMOS 提供驱动开发、调试优化、测试和认证等服务

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

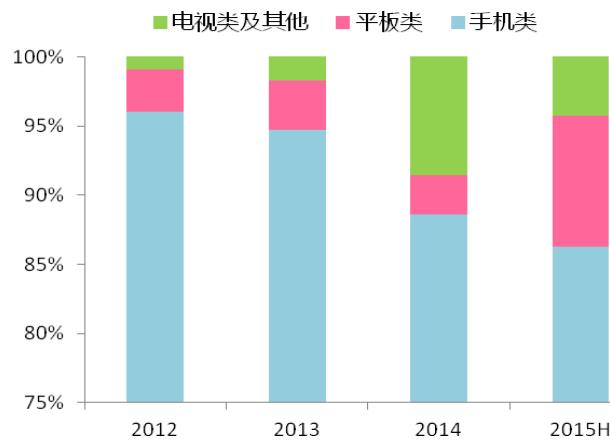
公司下游客户优质稳定，因此收入结构也相对稳定，2014年公司56%营业收入来自于移动智能终端厂商，而移动芯片厂商为公司贡献了34%的营收，合计达到90%。其中技术服务占比最大，由12年40%增长到14年45%，其次软件开发业务占比达到30%左右。

图 1 收入的客户结构：智能终端厂商与芯片厂商占80%

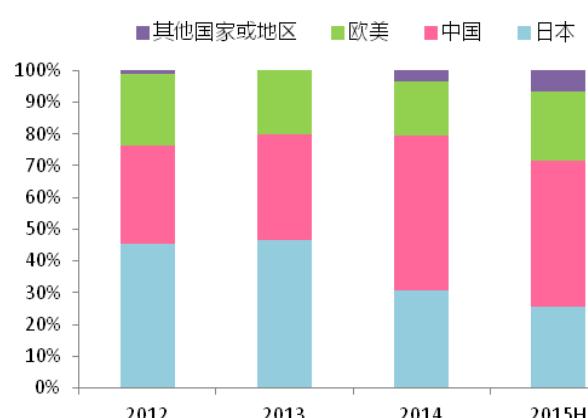
资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

图 2 收入的业务结构：软件+服务占78%

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

图 3 最终应用产品结构：手机类占比下降

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

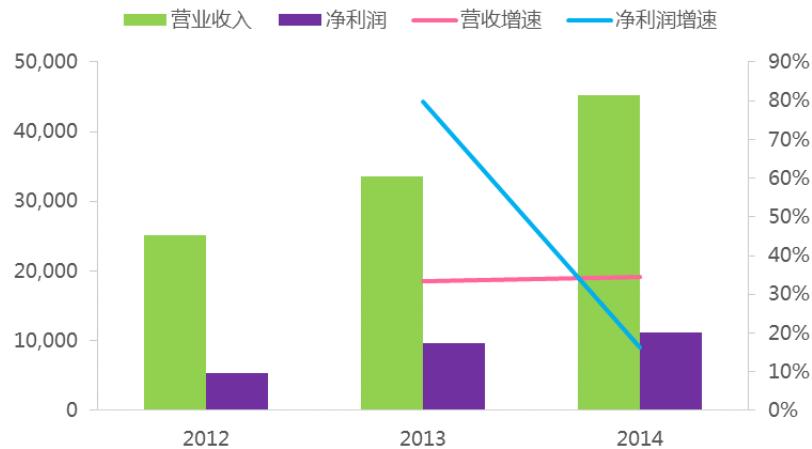
图 4 销售区域结构：中国占比提升较大

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

1.2 抓住行业发展机遇，12-14年净利润CAGR约45%

受益于移动互联网行业风口，移动智能终端产业规模迅速扩大，相关厂商对操作系统产品及服务的需求爆发式增长。公司抓住行业机遇，实现业务规模和销售收入的迅速增长。2012-2014年主营收入分别为2.51、3.35、4.51亿元，净利润分别为0.54、0.97、1.12亿元。12-14年营收、净利润的CAGR分别为34%、44.5%。

图 5 公司 12-14 年净利润 CAGR 为 44.5%



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

1.3 实际控制人 IPO 后持股 36.3%，部分股东为国际知名厂商

公司实际控制人是董事长赵鸿飞先生，IPO 后总持股比例为 36.32%，持股 5% 以上的主要股东还包括香港机构投资者越超公司、日本机构投资者大洋中科和公司董事陈晓华，上述主要股东之间不存在关联关系。其他持有公司股份的外资公司还有高通国际、安谋公司、世悦控股。本次拟公开发行 2500 万股，均为新股发行，不安排股东公开发售股份。

图 6 IPO 后股权结构及子孙公司情况



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

公司控股或参股方面，2014年子公司畅索软件、创达成都和创达南京对公司净利润贡献最大，总占比为25%。

表 3 公司旗下控股的子孙公司

公司名	主要业务
创达日本	从事专门面向日本市场的软件开发与销售、贸易业务
畅索软件	与高通公司联合开展实验室业务，定位为技术支持中心。目前还参与Intel、微软的联合实验室运营相关业务
创达深圳	主营业务为软硬件整体解决方案的开发，以及通过高通、Intel芯片平台对终端厂商提供技术支持服务
创达成都、创达南京	软件开发业务实施中心、软件人才中心，具有人力成本低的特点
创达西安	主要侧重操作系统底层技术的软件开发和图形图像技术研发
香港天集	主要负责境外投资
创达香港	承接海外客户软件业务
香港天盛	承接海外客户硬件业务
深圳天盛	硬件业务运营中心，从事平板PCBA参考设计业务，主要承接境内客户硬件业务
创达美国	北美市场营销中心，主要业务是面向北美市场进行市场推广、客户拓展
聚引台湾	为台湾市场终端厂商提供技术开发与服务

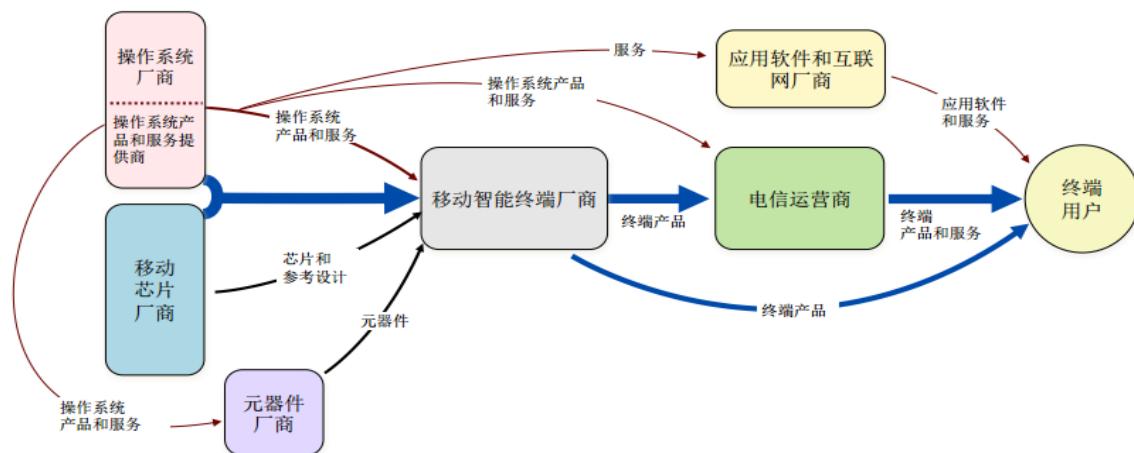
资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

二、移动互联网大时代，下游多元化创造机遇

2.1 全球移动智能终端操作系统正迎来增长高峰

在移动智能终端产业链中，移动芯片厂商、元器件厂商提供基础性部件，如移动芯片、屏幕、摄像头等硬件；应用软件和互联网厂商为移动智能终端提供必要的应用软件和云端服务。运营商提供通讯网络，对手机定制提出需求并销售手机；移动智能终端厂商研发、生产和销售移动智能终端。这其中，移动智能终端操作系统产品和技术提供商则对以上产业链的各环节提供操作系统增值产品和服务。

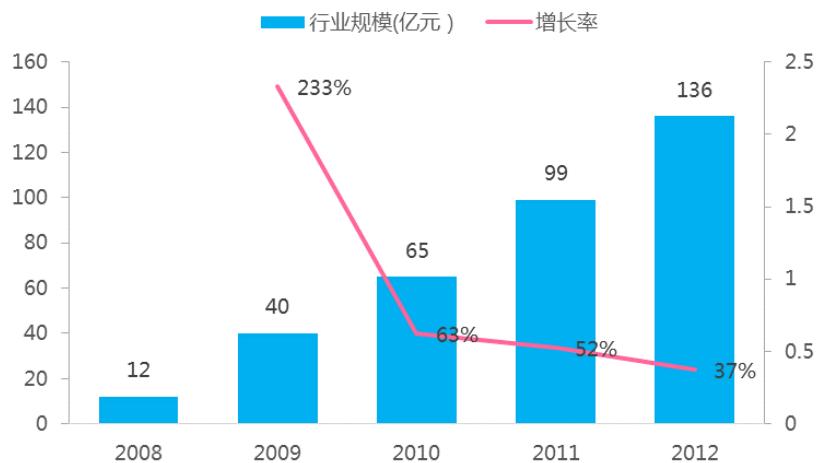
图 7 移动智能终端全产业链



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

移动智能终端爆发增长带动了解决方案与服务市场规模迅速提升。2012 年全球移动智能终端产业（包括智能手机、平板电脑、智能电视等）围绕 Android 和 Windows 等操作系统的二次开发和调试的投入资金总额约为 136 亿元¹。

图 8 2008-2012 年全球移动智能终端操作系统解决方案与服务行业规模



资料来源：中国电子技术标准化研究院、中国中投证券研究

根据工信部下属的中国电子技术标准化研究院的预测，未来 3-5 年全球移动智能终端操作系统软件二次研发投入还将保持 20%~30% 的增速。放量增长的市场规模与较强的竞争优势，促使公司的全球市场份额稳步提升。2010-2012 年市场占有²率分别为 0.32%、1.07% 和 3.88%。公司主要竞争对手包括诚迈科技、播思通讯、瞬联软件、叠拓、FUJISOFT、Sasken、BSQUARE、Sky。

全球对移动智能终端的需求仍在不断扩大，Android 系统促进了移动智能终端的普及，同时移动智能终端也快速进入医疗、物流、政务、交通、教育等行业应用。发达国家市场需求稳定增长，而新兴市场份额迅速提升。在中国，2013 年 12 月，工信部向三大电信运营商发放 LTE 牌照，标志着中国正式进入 4G 时代，未来 3-5 年，支持 LTE 的智能手机和平板电脑及其他移动智能终端的出货量将爆发增长。

目前移动智能终端操作系统的下游市场主要为智能手机和平板电脑，而车载系统、企业/行业平板、可穿戴设备、物联网设备等其他领域正在崛起。

（1）智能手机市场

2014 年，全球智能手机销售量已经突破 12.45 亿部，占全球手机销量的 66.25%，08-14 年 CAGR 为 44.06%，中国、印度、巴西等新兴国家的需求相比较发达国家更大。据 IDC 预测，2013-2017 年，中国将维持全球最大智能手机市场地位，智能手机出货量累计增长将超过 50%，占全球总出货量比例 30% 以上。

¹ 该市场规模包括厂商自研投入及第三方提供商的产品和服务，不含操作系统厂商（微软等）向厂商收取的软件专利和授权费用，较 2008 年增长了 10 倍。

² 市场占有率计算方法：公司营业收入/移动智能终端操作系统解决方案与服务行业规模

与此同时，随着智能手机井喷式增长，手机操作系统的格局已悄然变化。Android 系统以其开源开放的生态环境，在智能手机市场的占有率为 2008 年的 0.46% 迅速攀升到 2014 年的 80.70%。据 IDC 预测，Android 系统在未来两三年内仍将继续保持第一的市场地位，而得益于 Win 10 良好的用户体验，Windows Phone 系统的市场占有率也将稳步提升。

(2) 平板电脑市场

苹果 iPad 的发布标志平板电脑时代的到来，近年来平板电脑发展迅速。据 Gartner 的统计，2013 年全球平板电脑销售量为 1.95 亿台，同比增长 67.97%，并预计 2017 年全球平板电脑销售量将增至 4.68 亿台，13-17 年的 CAGR 将达到 24.39%。

操作系统方面，Android 系统在平板电脑中的市场份额增长迅速，从 2010 年的 14.26% 提升至 2013 年的 60% 以上，超越 iOS 系统，在全球平板电脑市场占有率第一，而 Windows 系统排名第三。截至 2013 年底，三大系统在平板电脑市场的合计占有率达到 95% 以上。

图 9 全球智能手机销售量迅速上升

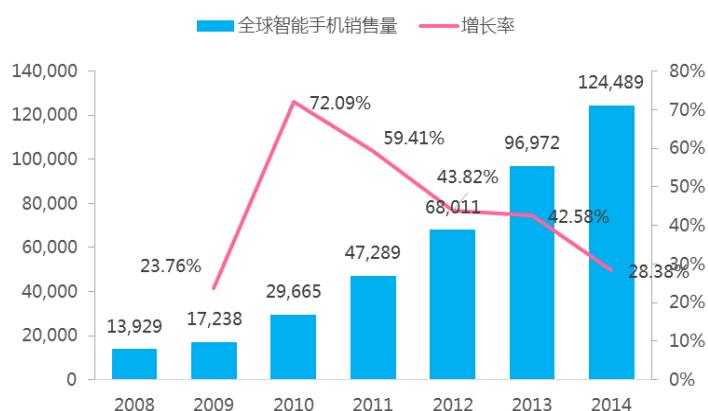
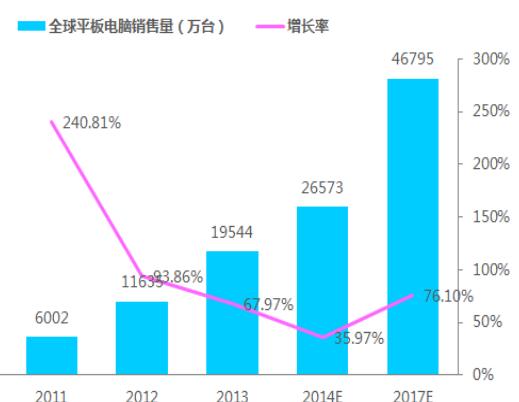


图 10 2010-2015 年全球平板电脑销售量



资料来源：中国电子技术标准化研究院、Gartner、中国中投证券研究总部

(3) 新兴移动智能终端市场

随着车载系统、可穿戴设备、智能机器人、企业平板、M2M 设备的普及，移动智能终端的范围将大为扩展，相应操作系统解决方案与服务市场进入新兴领域。

表 4 移动智能终端操作系统进入车载系统、企业/行业平板、可穿戴设备、物联网设备

类别	说明	主要操作系统	应用领域
车载系统	提供车上娱乐、导航、通讯等功能	Android、Linux、QNX、特斯拉车载系统、凯迪拉克 CUE Windows CE	车载系统、Hitachi MiND
企业/行业平板	提供企业及行业专业应用，包括医疗、教育、物流、工控等领域	Windows、Android、Linux	企业平板、教育平板、医疗平板
可穿戴设备	手表、眼镜、衣服等	Android、Linux	Google Glass、索尼/三星智能手

表

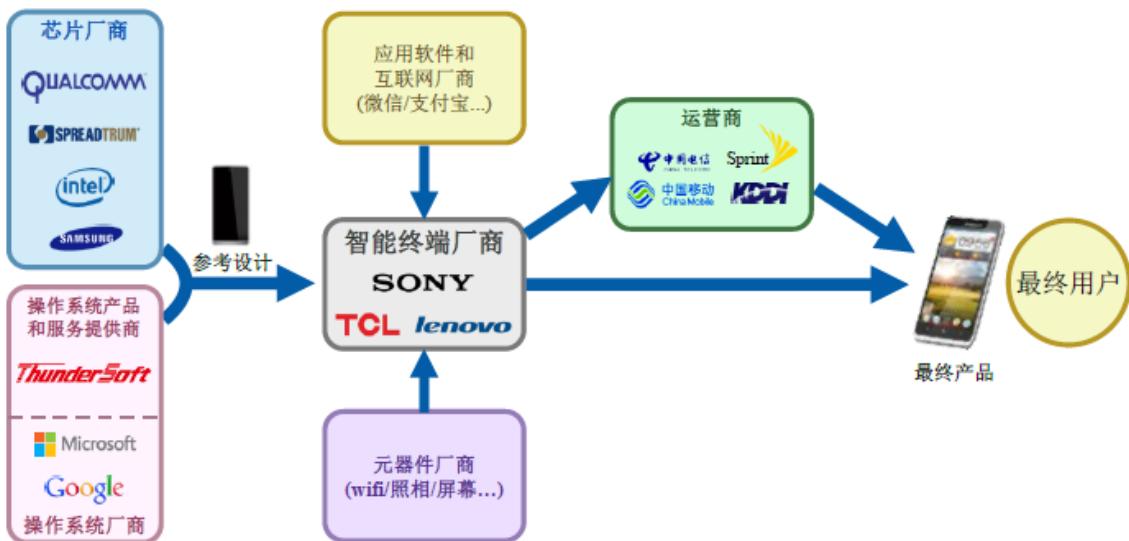
M2M 设备	智能家庭、物联网设备等	Android、Linux	飞利浦 Hue 智能灯、海尔智能家电系列
智能机器人	引入移动智能终端CPU、传感器和操作系统，形成以软件为中心的开放式机器人设备	Android、Linux	LG 清扫机器人、可编程飞行器

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

2.2 持续增长的多元化下游，提供更大市场机遇

从智能终端操作系统的下游客户类别来看，终端厂商、移动芯片厂商持续的增长和激烈的竞争，中国 LTE 终端对功能的定制需求以及行业智能终端的多元化，都将刺激公司所处的移动智能终端操作系统的市场需求。

图 11 公司在智能终端产业链居核心位置



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

(1) 移动智能终端厂商，通过软件实现差异化竞争优势

如今全球手机厂商众多，产品种类日益增加。据我国工信部统计，截至 2013 年国内手机厂商多达 529 家，其中 70%以上从事智能手机生产。随着移动端设备市场竞争加剧以及硬件标准化、同质化的必然趋势，智能终端厂商更希望能通过软件实现产品的差异化。另外，Windows Phone、Firefox OS、MBED、ROS 等新一代操作系统的诞生和发展，为移动智能终端操作系统解决方案与服务行业提供了多元化的发展空间。

(2) 移动芯片厂商参考设计，激发二次开发和技术支持需求

高通、MTK、展讯科技、Intel 等移动芯片龙头厂商之间竞争激烈的形势下，正开发的 Turnkey-Solution 将为产业链提供更成熟、更具竞争力的终端解决方案。移动芯片厂商对操作系统二次开发和技术支持的需求将不断增加。

(3) 中国 LTE 功能定制需求

电信运营商作为行业中重要的一环，在基础电信服务之外，也正努力提供更多增值服务。全球方面，目前中国电信/移动、法国电信、日本KDDI等各大运营商，均对Android智能手机提出各自的定制规范和用户体验增强计划。移动智能终端产业链主要环节需要将软硬件，尤其是移动操作系统，根据4G/LTE网络环境的技术、性能特点进行开发、优化和调试。在中国市场支持LTE网络的智能手机、平板生产和销售进入高峰期的背景下，移动操作系统的相应改造和技术支持需求随之提升。

(4) 传统行业设备的智能化改造，带来个性化定制需求

越来越多的传统行业如医疗、教育、物流、税务、能源及家电、汽车、工业设备等，将利用智能终端提高生产效率，而Android、Windows Phone等通用操作系统无法满足行业和特殊设备的功能需求，则会对移动智能终端操作系统的二次开发和定制产生明确的持续增长。

三、领先的自主核心技术，国际知名客户丰富

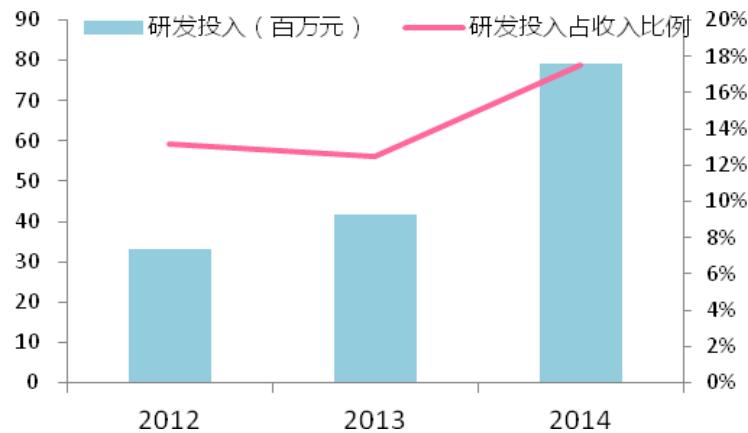
移动智能终端操作系统具有较高的技术壁垒，公司在应用程序框架、底层架构技术、中间件技术、软硬件结合技术、元器件认证及图形图像处理等核心技术上具有明显优势。

目前公司及其子公司已取得14项专利技术，216份软件著作权，还通过自主创新和引进消化再创新的方式，掌握了11项移动操作系统关键领域的核心技术。公司研发投入占比营业收入较高，近三年均保持在12%以上。

图 12 公司核心技术领域包括应用程序框架、底层架构技术等



资料来源：招股说明书

图 14 公司研发投入较高，近三年均保持在 12%以上


资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

3.1 深耕技术，实验室内强化研发创新能力

公司与高通公司合作构建了业内领先的Android系统平台IHV实验室，与Intel合作建立面向Windows平板电脑的元器件认证实验室，与微软共同建立面向Windows Phone智能手机的元器件认证实验室。

通过上述合作，公司建立了覆盖Android、Windows两大平台，面向各种关键元器件的整套驱动开发、调试、优化、测试认证和发布的技术体系，与此同时，与元器件厂商良好的技术合作关系有利于公司在产业链中的渗透和技术创新。

表 5 公司与芯片厂商和操作系统厂商所开展的联合实验室项目

类别	产品名称	主要内容或用途	主要服务客户	应用领域
IHV 实验室	驱动开发	为元器件提供驱动程序软件的开发和优化	元器件厂商，目前约有100余家	Android/Windows/Phone/Windows 8/Firefox OS 智能手机、平板电脑、智能电视
	元器件测试认证	根据认证标准对元器件的功能、性能、兼容性和驱动进行测试认证		
研发支持实验室	智能终端开发支持	在智能终端开发、系统升级和优化、测试及疑难问题排查等方面提供技术支持和解决方案	目前约有100余家	智能终端厂商，目前约有100余家
	智能终端生产线支持	在智能终端产品生产制造过程中所遇到的工具软件方面的问题进行技术支持		
ISV 实验室	应用软件测试认证	对应用程序在智能终端上使用的兼容性、性能、耗电、用户体验等进行测试和认证	应用软件厂商	Android 智能手机、平板电脑

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

3.2 抓住 3G 向 LTE 迁移的产业机遇，树立技术和市场优势

LTE (Long Term Evolution) 是国内外正在推进、介于3G和4G之间的过渡通信技术，最高传输速率可以达到100Mb/s以上。随着当今社会云计算、大数据市场规模的

爆发式增长，对通信的要求逐步提高。国家层面也出台大量政策，推动LTE的发展。

表 6 LTE 市场相关重要政策梳理

时间	政策及重点内容
	国务院《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》
2013.8	扩大第三代移动通信（3G）网络覆盖，优化网络结构，提升网络质量。根据企业申请情况和具备条件，推动于2013年内发放第四代移动通信（4G）牌照。加快推进我国主导的新一代移动通信技术TD-LTE网络建设和产业化发展。
	国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》
2010.2	确定以新一代信息技术重点发展移动互联网、下一代互联网、智能终端、信息服务业、LTE等。伴随着3G网络服务的逐渐普及和LTE网络部署的加速，全球移动宽带（3G及LTE）用户数量呈现出持续快速增长态势。
	国务院《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》
2012.7	国家战略性新兴产业发展规划》将新一代信息技术做为重点发展方向和主要任务，明确了TD-LTE的产业化目标。
	工信部《通信业“十二五”发展规划》
2012.5	统筹2G/3G/WLAN/LTE等协调发展，加快3G网络建设，扩大网络覆盖范围，优化网络结构，提升网络质量，实现LTE商用。加强频谱资源优化配置，加快部署LTE增强型关键技术研发和产业化。

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

据 HIS 的统计数据显示，2012 年全球 LTE 用户数为 9230 万人，预计于 2016 年超过 10 亿人，全球 LTE 用户数量将大幅增加。

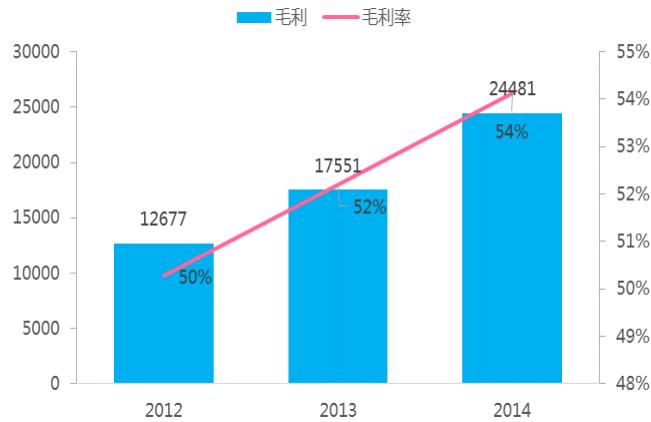
伴随 LTE 用户的爆发增长，移动智能终端厂商需要解决大数据流在移动终端上如何消化处理的问题。此外，网络传输率加大后，操作系统的负载、响应速度等必须改善。因此，**面向 LTE 网络的智能终端操作系统产品及服务的技术研发和产品设计将成为未来技术的主要发展趋势之一。**

公司顺应LTE发展的潮流，同LTE芯片全球市场份额领先的高通公司建立了长期密切的技术和市场合作，并已经协助日本移动智能终端厂商成功研发了超过十款LTE终端设备。公司将在现有技术基础上，积极发展新一代面向LTE网络的移动智能终端操作系统产品和服务，并着重发展LTE协议栈、移动通讯、运营商认证、面向最新LTE芯片的系统优化等技术，扩大公司的技术领先优势，在通信技术演变环境中获得先机。

3.3 国际市场经验丰富，业务拓展能力出众

公司最早在日本拓展市场，目前合作的移动智能厂商包括索尼、夏普、京瓷、富士通等。在此基础上，公司还积极拓展日本 Jupiter 和三菱的车载智能终端业务。除此之外，公司还拥有优质的全球客户资源，主要客户包括高通公司、展讯科技等国际知名的移动芯片厂商，以及索尼、NEC、夏普等知名移动智能终端厂商。

移动终端智能操作系统开发与服务厂商作为实现差异化的重要增值环节，以及技术护城河的存在，使其拥有了较强的定价能力，加之较高的行业进入壁垒和相对较低的地域人力成本，公司利润空间得到一定的保障。2012-2014 年度公司毛利率分别为 50.28%、52.19% 和 54.14%，呈逐年上升趋势。

图 13 公司毛利率近三年维持 50%以上，并逐年上升


资料来源：中国中投证券研究总部

我们认为，未来移动端操作系统技术开发和服务环节势必与上下游产业链结合更为紧密，公司所处领域在整个产业链中的地位将不断提升。

四、募投项目分析

此次投资募集将全部用于公司核心技术的相关项目，项目总投资 53,054 万元。具体而言，面向多模 LTE 智能手机的操作系统开发项目将使公司在未来 4G 网络时代保持技术优势；IHV 认证实验室建设项目将加深与高通公司的合作，提升公司在移动芯片厂商 Turnkey-Solution 及技术服务中的参与度，使得服务范围从 Android 系统扩展至 Windows Phone 系统；面向 64 位芯片的下一代平板电脑操作系统开发项目将使企业具备面向不同的企业级应用和行业专用的平板电脑操作系统定制开发能力。而新一代智能电视操作系统开发项目使公司具备提供 4K 高清显示和 64 位多核处理器的优化支持能力，提高人机交互用户体验。

表 7 公司募投项目计划

项目名称	使用募集资金 (万元)
面向多模 LTE 智能手机的操作系统开发项目	15993
IHV 认证实验室建设项目	11134
面向 64 位芯片的下一代平板电脑操作系统开发项目	10279
新一代智能电视操作系统开发项目	4166
企业级移动管理系统开发项目	5050
创新技术研发中心建设项目	66432
合计	53054

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

五、 盈利预测与投资策略

推荐原因：

- (1) 客户绝大多数为全球知名厂商，公司国际化服务能力出众，与大多数客户长期签约合作，公司业绩有保障。
- (2) 公司处于产业链核心地位，伴随行业技术的更新换代，对公司核心技术的需求和依耐性将大幅提升，公司业绩增长预期强烈。
- (3) 技术实力雄厚，与国际厂商达成战略合作，通过实验室项目保持公司在移动智能终端操作系统领域的领先地位。
- (4) 融资后将打开资金瓶颈，为公司继续专注于研发核心技术，增强技术影响力和渗透力提供坚强后盾。
- (5) 发行价格较低，强烈推荐申购。公司发行价为 23.27 元，对于 2014 年 21 倍的市盈率，发行价格偏低。公司发展前景广阔，拥有技术优势和稳健的增长能力，并考虑到新股的溢价，我们保守给予公司 15 年市盈率 80 倍，目标价 100 元。

业绩核心假设：

考虑到行业的成长前景、公司在市场中的竞争力及公司前三季度的业绩情况，我们预计公司未来三年营业收入增速为 30%、31%、33%，毛利率 52.5%、52.7%、53%。公司 15-17 年营业收入分别为 588、770、1024 百万元，归属母公司的净利润分别为 125、194、267 百万元，对应 EPS 分别为 1.25、1.94、2.67 元。

六、 风险提示

公司业绩相关的主要风险提示如下：

- (1) 客户集中度较高。12-14 年度，公司来自前五名客户的主营业务收入占营业收入的比重分别为 90.10%、82.65% 和 71.32%，公司客户集中度较高。
- (2) 随着近年来国际政治、经济环境不确定因素的增加，公司部分重要客户出现了整体经营业绩下滑、信用评级下降等不利情况，可能对与公司后续合作造成不利影响。虽然报告期内公司来自于上述客户的订单和收入持续增长，但如果公司主要客户的产品市场需求下滑、自身经营管理战略调整或由于其他原因对本公司产品及服务需求下降，将对公司现有的经营业务造成不利影响。
- (3) Android 系统经营业态、完善程度及市场占有率变化的风险。一是 Android 系统的使用有付费的经营转变可能，将对公司业务经营产生影响；二是市场支配地位在未来相当一段时间内可能发生变化，iOS、Windows Phone 以及以 HTML5 为基础的 Firefox OS 等操作系统均在努力拓展市场，全球移动智能终端及操作系统市场竞争日趋激烈，若 Android 系统在移动智能终端市场的占有率大幅降低，将对公司 Android 系统市场的业务规模产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	346	1096	1212	1462	营业收入	452	588	770	1024
现金	201	736	761	590	营业成本	207	279	364	481
应收账款	118	140	189	249	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	4	5	6	8	营业费用	13	24	28	33
预付账款	5	1	2	2	管理费用	127	182	216	266
存货	5	8	10	14	财务费用	3	-18	-30	-26
其他	13	206	243	598	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	75	69	69	70	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	13	11	12	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	36	37	38	39	营业利润	99	117	188	265
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	22	24	26	29
其他	28	17	18	18	营业外支出	0	5	4	3
资产总计	421	1164	1280	1532	利润总额	121	136	210	290
流动负债	81	147	82	85	所得税	8	11	16	23
短期借款	27	18	21	20	净利润	112	125	194	267
应付账款	2	2	3	4	少数股东损益	0	0	0	0
其他	52	127	58	61	归属母公司净利润	112	125	194	267
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	102	101	160	240
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.50	1.25	1.94	2.67
其他	0	0	0	0					
负债合计	81	147	82	85					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	75	100	100	100	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
资本公积	71	599	599	599	成长能力				
留存收益	197	318	499	748	营业收入	34.5%	30.0%	31.0%	33.0%
归属母公司股东权益	340	1018	1199	1447	营业利润	26.5%	18.4%	60.1%	41.0%
负债和股东权益	421	1164	1280	1532	归属于母公司净利润	16.2%	11.1%	55.1%	38.2%
					获利能力				
					毛利率	54.1%	52.5%	52.7%	53.0%
					净利率	24.8%	21.2%	25.1%	26.1%
					ROE	33.0%	12.3%	16.1%	18.5%
经营活动现金流	70	-11	8	-172	ROIC	68.6%	32.4%	33.1%	25.6%
净利润	112	125	194	267	偿债能力				
折旧摊销	0	2	2	2	资产负债率	19.2%	12.6%	6.4%	5.6%
财务费用	3	-18	-30	-26	净负债比率	33.33%	12.23%	25.64%	23.40%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	4.28	7.47	14.84	17.15
营运资金变动	0	-134	-158	-415	速动比率	4.22	7.41	14.71	16.99
其它	-45	14	-0	0	营运能力				
投资活动现金流	-35	-16	-3	-5	总资产周转率	1.26	0.74	0.63	0.73
资本支出	26	3	3	3	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	-10	4	-1	0	应付账款周转率	142.99	142.88	141.82	142.32
其他	-19	-9	-1	-1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-21	561	20	6	每股收益(最新摊薄)	1.12	1.25	1.94	2.67
短期借款	27	-9	3	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	-0.11	0.08	-1.72
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.40	10.18	11.99	14.47
普通股增加	0	25	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	528	0	0	P/E				
其他	-48	18	17	7	P/B				
现金净增加额	13	535	25	-171	EV/EBITDA				

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

雷雳，计算机行业分析师，厦门大学物理学学士、金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434