

日期: 2015年12月04日  
行业: 软件和信息技术服务业



虞捷雯 S0870515070001  
王兴林 S0870115070018  
021-53519888-1918  
yujiewen@shzq.com  
wangxinglin@shzq.com

上市合理估值 RMB125.4~151.7 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	75
发行后总股本 (百万股)	100
发行方式	公开发行
保荐机构	中国国际金融股份有限公司

#### 主要股东 (IPO 前)

赵鸿飞	48.43%
越超公司	11.21%
大洋中科	6.41%

#### 收入结构 (2011H114) 百万元

瓦斯抽采监控设备	38.25
瓦斯抽采监控系统	30.80
粉尘监测及治理系统	13.05

报告编号: WXL15-NSP04

首次报告日期: 2015年12月2日

# 市场稀缺标的，优秀的智能终端操作系统开发商

公司主营移动终端操作系统开发，技术实力出众，是市场稀缺标的。操作系统是移动终端的核心技术之一。2014年全球智能手机销量达12.45亿部，智能平板2.66亿台，其中Android操作系统分别占80.7%和61.9%，是第一大智能终端操作系统。

公司是国内较早开展Android系统研发的公司之一，目前研发队伍超过1000人。推出了面向智能手机、平板电脑和智能电视的Android解决方案，产品线齐全。公司和高通合作建立业内领先的IHV实验室，并与Intel等国际巨头有深度合作。技术实力雄厚。

#### 公司客户资源优质且稳定

公司客户多为移动终端行业的领先企业，绝大部分均为国内外知名上市公司，并与产业链各环节的代表企业建立了长期合作关系。大客户包括高通、展讯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。

#### 国际化服务能力出众

公司拥有全球主要电信运营商的认证能力，团队技术能力强、经验丰富，技术支持和营销网络广泛分布于中国、日本、韩国和美国等，覆盖全球移动产业链的核心地区。公司自2011年起，海外收入均超过国内收入。2014年，公司来自海外的收入达2.2亿元人民币，占总营收的51.26%。

#### 募资强化公司核心竞争力

公司拟将募集资金投入多模LTE智能手机操作系统开发、IHV实验室建设、面向64位芯片的下一代平板电脑操作系统开发以及下一代智能电视开发等。募投项目将加强公司在该领域的核心竞争力，保持公司技术实力领先。

#### ■ 投资建议

软件和信息技术服务业2016年PE估值为55.86倍。考虑到公司主营业务为智能终端操作系统，技术壁垒高，且在市场上具有稀缺性，我们给予公司2016年70倍的估值。以2016年每股盈利1.97元计算，股价在137.9元，上下浮动10%，公司合理估值区间在125.4~151.7元。

#### ■ 风险提示

客户集中度较高；重要客户业绩下滑；智能终端增速放缓。

#### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	336.27	452.21	597.90	803.41
年增长率	33.38%	34.48%	32.22%	34.37%
归属于母公司的净利润	96.68	112.31	128.10	196.73
年增长率	79.80%	16.17%	14.06%	53.58%
每股收益 (元)	1.29	1.50	1.28	1.97
PER (X)	18.05	15.54	18.17	11.83

注：有关指标按当年股本摊薄，股价按首发价格23.27元计算

## 一、行业背景

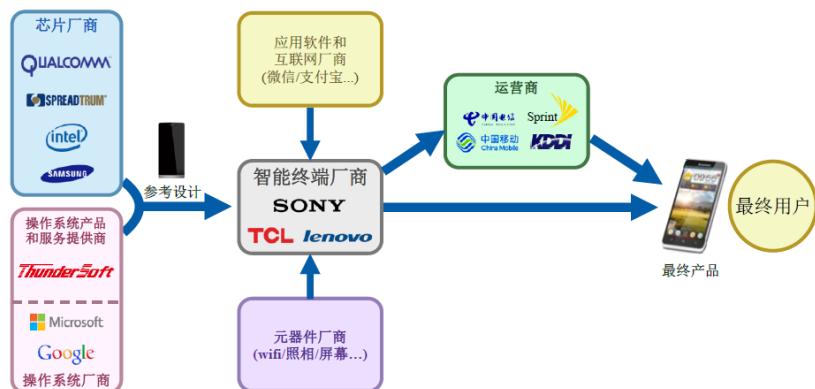
### 1.1 公司所处的行业及其简况

根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订），公司所属行业为信息传输、软件和信息技术服务业中的软件和信息技术服务业（分类代码：I65）。

根据国家统计局《战略性新兴产业分类（2012）》（试行），公司所属行业为新一代信息技术产业中的高端软件和新型信息技术服务，细分行业为软件开发（代码：6510）中的智能终端操作系统，属于国家重点支持的战略性新兴产业。

公司(ThunderSoft)是移动智能终端操作系统产品和技术提供商，主营业务为移动智能终端操作系统的研发、销售及提供相关技术服务。移动智能终端操作系统是移动互联网产业的核心技术领域之一，与行业各个环节密切相关，在产业链中具有核心价值。公司在移动智能终端产业链中的位置如下图所示：

图1 公司(ThunderSoft)在产业链中的位置



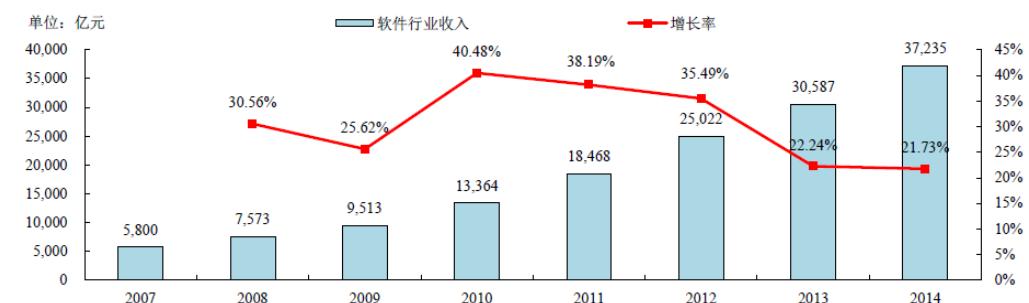
数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 1.2 行业增长前景

在国家《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》等产业扶持政策的推动下，我国软件产业呈现持续快速发展态势。2014年，我国软件行业营业收入达到3.72万亿元，同比增长21.73%。2007年至2014年我国软件业务收入累计增长541.97%，年均复合增长率达到了30.42%，并有望在未来继续保持高速增长的态势。

图 2 中国软件行业营业收入

2007-2014年中国软件行业营业收入

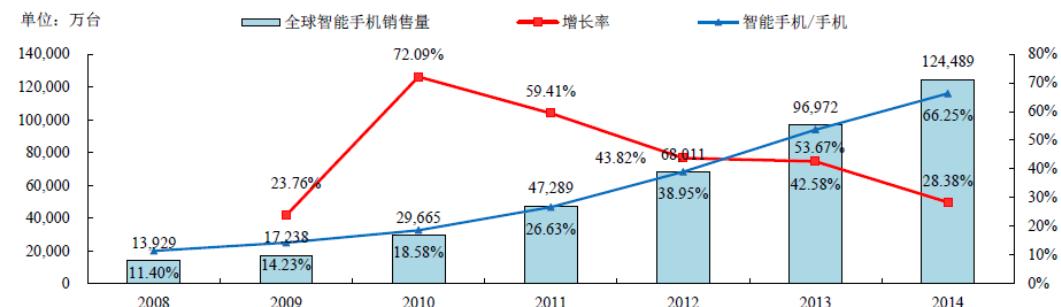


数据来源：工信部、上海证券研究所

公司所在的智能终端市场，在过去的几年时间里保持了快速增长。根据 Gartner 发布的数据，2014 年全球手机销售量达到 18.79 亿部，2008 年至 2014 年期间累计增长 53.73%。2008 年，全球智能手机销售量为 1.39 亿部，仅占全球手机销量的 11.40%，到 2014 年，全球智能手机销售量已经达到了 12.45 亿部，占全球手机销量的 66.25%，相比 2008 年增长近八倍，年均复合增长率为 44.06%，远高于全球手机（包括功能手机和智能手机）销量的增长速度。

图 3 全球智能手机销量

2008-2014年全球智能手机销售量



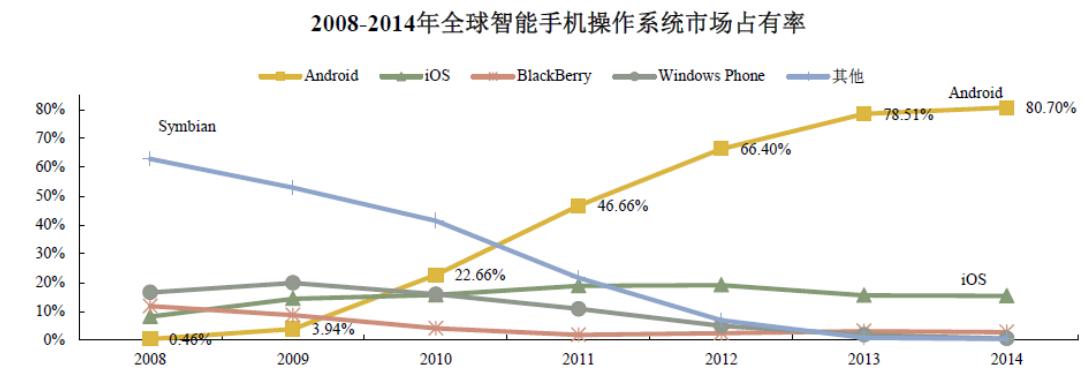
数据来源：Gartner、上海证券研究所

从地域上看，据 IDC 预测，2013-2017 年，中国将维持全球第一大智能手机市场的地位，占全球总出货量的比例将始终保持在 30% 以上。同时，新兴国家智能手机市场将快速增长、市场份额进一步扩大：2013-2017 年间，中国智能手机出货量将累计增长 50% 以上，印度和巴西的增长率将达到 459.7% 和 129.4%；以中国、印度、巴西为代表的新兴国家的全球智能手机市场份额将由 2013 年的 38.9% 增长到 2017 年的 44.9%。新兴国家智能手机市场的成长主要得益于用户对中低端智能手机的巨大需求潜力。

随着手机市场由功能手机向智能手机演进，智能手机操作系统的格局也在发生变化。Android 系统以其开源开放的生态环境，获得了市场的广泛认可，在智能手机市场的占有率从 2008 年的 0.46%

迅速攀升到 2014 年的 80.70%。根据 IDC 的预测，截至 2016 年，Android 系统将继续保持第一的市场地位，Windows Phone 系统的市场占有率也将稳步提升。

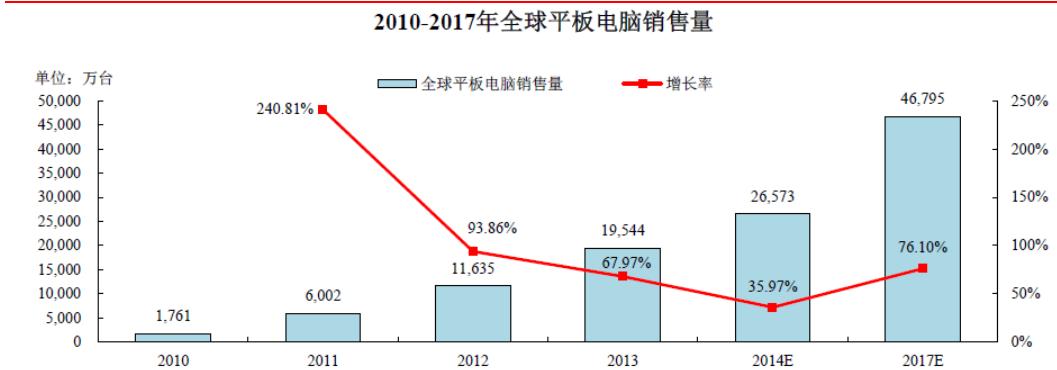
图 4 全球智能手机操作系统市场占有率



数据来源：Gartner、上海证券研究所

平板电脑方面，在苹果发布首款平板电脑 iPad 后，全球平板电脑市场进入快速发展期：根据 Gartner 的统计数据，2013 年全球平板电脑销售量为 1.95 亿台，相比 2012 年增长 67.97%；2017 年全球平板电脑销售量将增至 4.68 亿台，2013 年至 2017 年的年均复合增长率将达到 24.39%。

图 5 全球平板电脑销售量

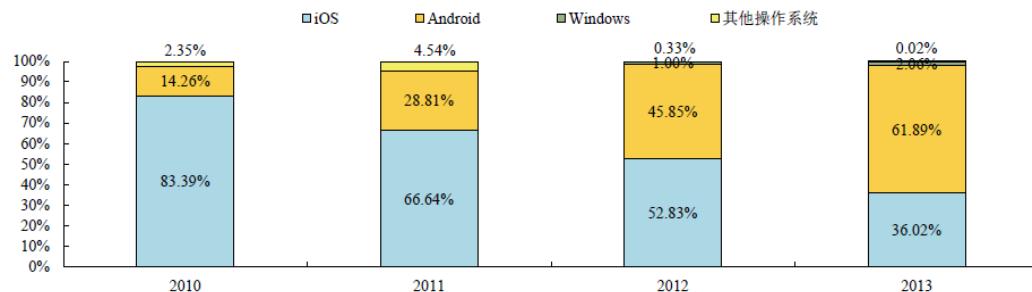


数据来源：Gartner、上海证券研究所

在平板电脑操作系统方面，Android 系统因其开放性和灵活性而被广泛地应用于平板电脑中，市场份额从 2010 年的 14.26% 快速提升至 2013 年的 60% 以上，超越 iOS 系统，在全球平板电脑市场占有率为第一，Windows 系统则将排名第三。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 6 全球平板电脑操作系统占有率为

2010-2013年全球平板电脑操作系统占有率为



数据来源: Gartner、上海证券研究所

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

2010 年、2011 年和 2012 年，公司在移动智能终端操作系统解决方案与服务行业的市场占有率为 0.68%、1.07% 和 1.85%（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）。公司凭借技术优势和国际化的服务能力，逐渐与移动芯片厂商、操作系统厂商、移动智能终端厂商、电信运营商、应用软件和互联网厂商以及元器件厂商等产业链各个环节的厂商建立了良好的合作关系。公司已经成长为具备技术创新和产品研发实力的移动智能终端操作系统产品与技术提供商，业务规模不断扩大，2012 年至 2014 年，公司主营业务收入年均复合增长率达 34.01%。

公司所在行业为新兴行业，目前不存在完全可比的上市公司。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。这些公司开展的业务部分涉及移动智能终端操作系统的技术与服务。

表 1：公司主要竞争对手

企业名称	成立年份	主营业务
诚迈科技（南京）股份有限公司	2006 年	软件产品设计、代码开发、质量保证及技术支持等服务的软件服务提供商，为市场提供移动设备及互联网行业软件研发及咨询等服务
播思通讯技术（北京）有限公司	2007 年	为移动互联网领域的运营商、终端厂商及芯片制造商提供可定制化的智能终端软件平台和端到端服务平台解决方案
叠拓信息技术有限公司 (赫尔辛基交易所证券代码：TIEV)	1968 年	总部位于芬兰赫尔辛基，全球性 IT 服务公司，提供 IT、研发及咨询服务

FUJISOFT INCORPORATED (东京证券交易所证券代码: 9749)	1970 年	总部位于日本神奈川，是一家从事软件服务的 IT 企业，其技术支持硬件平台包括能手机、汽车导航及自动化机械等设备，为消费、工业制造、医疗、教育、交通等多个行业提供企业级和家庭级的操作系统相关产品和服务
Sasken Communication Technologies Ltd. (印度国家证券交易所证券代码: SASKEN)	1989 年	总部位于印度班加罗尔，通信设备领域嵌入式软件解决方案提供商，主要向市场提供软件产品的研发和咨询、无线软件产品和服务
BSQUARE Corporation (NASDAQ 代码: BSQR)	1994 年	总部位于美国贝尔维尔，嵌入式解决方案提供商，为客户提供智能设备的操作系统研发和技术服务。
Sky 株式会社	1985 年	总部位于日本大阪，主要从事与数码电子、车载设备、移动通信、信息家电等设备相关的软件设计、开发和咨询服务

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 1.4 公司的竞争优势

公司竞争优势包括：

### 1. 市场优势

- ✓ 公司主要客户群体为全球知名厂商

公司拥有以全球知名厂商为主的优质客户资源，并与多家客户建立了较为密切的合作伙伴关系。公司主要客户包括六类，第一类是移动芯片厂商，如高通公司、展讯科技、ARM、Intel、三星等；第二类是操作系统厂商，如微软、Mozilla 等；第三类是移动智能终端厂商，例如索尼、夏普、京瓷、富士通、三星、联想、TCL 通讯、华为等；第四类是电信运营商，如法国电信、中国电信、KDDI 等；第五类是应用软件和互联网厂商，如畅游、人人网、百度等；第六类是元器件厂商，如东芝、Aptina、ELMOS 等。

- ✓ 公司与全球重要芯片厂商有良好合作

公司与 Intel、三星、展讯、高通等均有深度技术合作。

- ✓ 对日本市场需求有深入理解

目前，公司已与索尼、夏普、京瓷、富士通等日本移动智能终端厂商建立了良好的合作伙伴关系。根据 IDC 发布的数据，2014 年上述四家厂商在日本地区的手机出货量市场占有率达到 42%。日本市场具备稳定的增长空间、较高的技术和质量要求，也是亚太地区乃至全球移动智能终端先进技术的优先使用者之一。深

深耕日本市场有利于公司在 Android 系统、移动芯片技术领域保持先发优势，日本市场成功开发过程中所积累的经验和品牌影响力也有利于全球扩展。

## 2. 技术优势

### ✓ Android 系统综合技术能力

公司是国内较早开始 Android 系统研发的公司之一，截至 2015 年 6 月 30 日公司已经建立了超过 1,000 人的 Android 研发队伍，拥有 Android 系统的综合技术能力，包括驱动技术、通信协议栈、图形图像处理、运营商认证、内核技术、安全技术、电源管理、双卡双待、蓝牙协议栈等。

### ✓ 专业的 IHV 实验室

公司和高通公司合作构建了业内领先的 Android 系统平台 IHV 实验室。该实验室拥有专业的设备，负责开发、调试、优化包括触摸屏、LCD、摄像头、传感器等各种关键移动智能终端元器件的驱动软件，完成认证测试后供移动智能终端厂商使用，以便减少厂商的重复研发工作，加快其产品上市速度。公司与 Intel 达成合作，建立了面向 Windows 平板电脑的元器件认证实验室。公司与微软共同建立了面向 Windows Phone 的元器件认证实验室。

### ✓ 经验丰富的驱动研发团队

### ✓ 技术能力全面的通信协议栈研发团队

### ✓ 全方位的图形图像处理技术

## 3. 产品和服务优势

### ✓ 完整的系列产品线

公司推出了面向智能手机、平板电脑和智能电视/机顶盒的 Android 系统解决方案，形成了完整的系列产品线。

### ✓ 覆盖面广泛的电信运营商认证包

### ✓ 国际化的服务能力

### ✓ 优秀的移动互联网应用产品:UCAM 全能相机

## 4. 研发人才优势

## 5. 项目管理优势

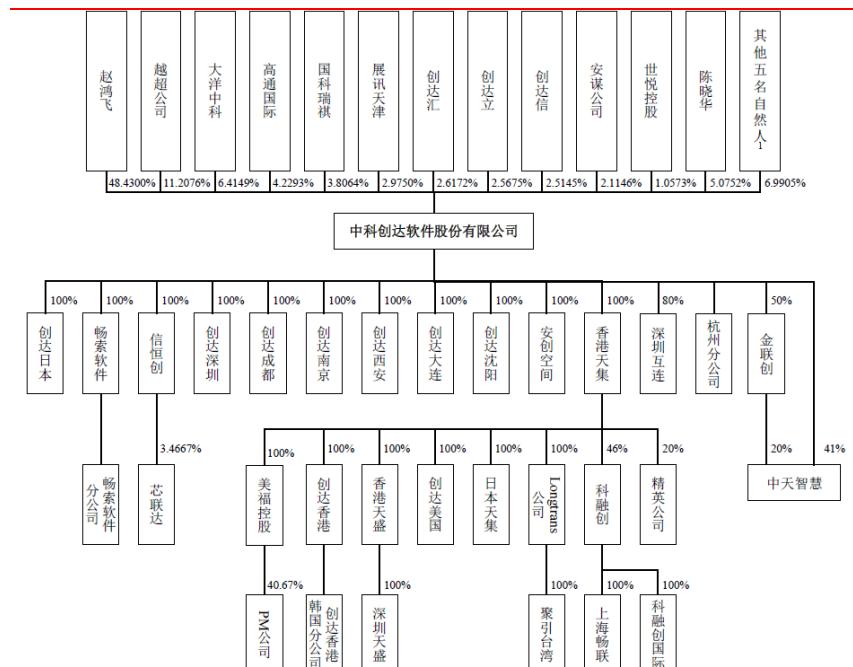
## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司的前身为创达有限，成立于 2008 年 3 月 7 日，是由启元合创、中科方德、大洋中科、大洋系统、中科软科技共同出资组建的中外合资经营企业（有限责任公司）。2012 年 8 月 16 日变更为外商投资股份有限公司，2012 年 11 月 7 日，变更登记为中科创达软件股份有限公司。

公司第一大股东兼实际控制人为赵鸿飞，持有 48.43% 的股份。第二大股东为超越公司，持有 11.21% 的股份。

图 7 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司实际控制人是赵鸿飞先生，1974 年生。自 2008 年 3 月至今担任本公司董事，2009 年 10 月至今担任公司董事长，现兼任创达深圳、创达日本、信恒创、创达香港董事、中天智慧董事长。赵先生自 2008 年 3 月至 2012 年 9 月担任公司总经理；自 2006 年 9 月至 2008 年 2 月，担任北京天桥北大青鸟科技股份有限公司（现已更名为：信达地产股份有限公司）海外事业部副总经理；自 1998 年 3 月至 2006 年 8 月，历任恩益禧（NEC）-中科院软件研究所有限公司（现已更名为：日电卓越软件科技（北京）有限公司）工程师、项目经理。

表 2：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	赵鸿飞	36,322,483	48.4300	36,322,483	36.3225
2	越超公司	8,405,724	11.2076	8,405,724	8.4057
3	大洋中科	4,811,141	6.4149	4,811,141	4.8111
4	陈晓华	3,806,365	5.0752	3,806,365	3.8064
5	高通国际	3,171,973	4.2293	3,171,973	3.1720
6	国科瑞祺	2,854,774	3.8064	2,854,774	2.8548
7	展讯天津	2,231,250	2.9750	2,231,250	2.2313
8	创达汇	1,962,883	2.6172	1,962,883	1.9629
9	创达立	1,925,633	2.5675	1,925,633	1.9256
10	创达信	1,885,858	2.5145	1,885,858	1.8859
11	安谋公司	1,585,986	2.1146	1,585,986	1.5860
12	段志强	1,585,709	2.1143	1,585,709	1.5857
13	吴安华	1,578,388	2.1045	1,578,388	1.5784
14	耿增强	1,498,837	1.9984	1,498,837	1.4988
15	世悦控股	792,992	1.0573	792,992	0.7930
16	邹鹏程	294,527	0.3927	294,527	0.2945
17	杨洁	285,477	0.3806	285,477	0.2855
18	社会公众股	-	-	25,000,000	25.0000
<b>合计</b>		<b>75,000,000</b>	<b>100</b>	<b>100,000,000</b>	<b>100</b>

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司是移动智能终端操作系统产品和技术提供商，主营业务为移动智能终端操作系统产品的研发、销售及提供相关技术服务。移动智能终端操作系统具有较高的技术壁垒。公司自成立以来，始终专注在移动智能终端操作系统领域，集中资源对操作系统相关技术进行持续开发和投入，形成了覆盖包括应用程序框架、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操作系统各个层级的综合技术优势，并积累了相关知识产权。公司操作系统核心技术覆盖以下主要领域：

图 8 公司核心技术的主要领域



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

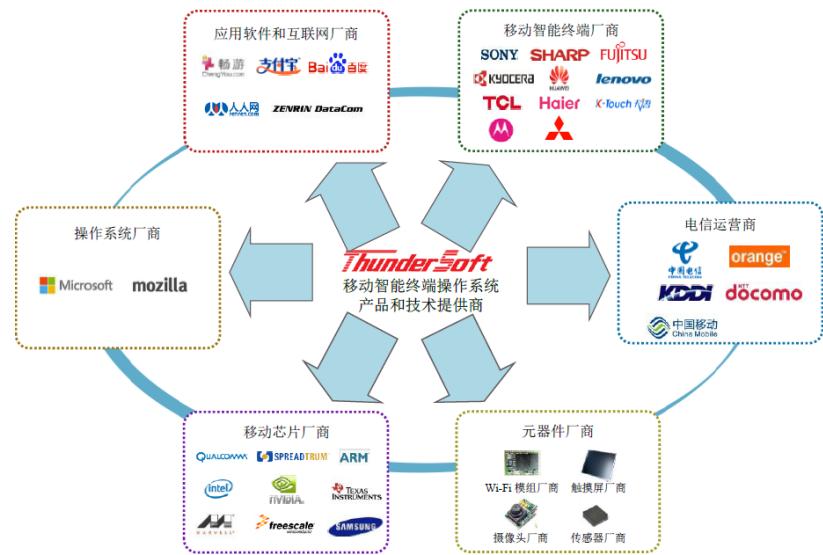
图 9 公司主要产品和服务



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

操作系统在移动智能终端产业链中具有核心地位，对移动芯片厂商、移动智能终端厂商、电信运营商等重要市场参与者提供必要的技术支持。公司面向的主要客户类型如下图所示：

图 10 公司主要客户类型



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司营收主要来自于主营业务，主要包括软件开发、技术服务及软件许可三种业务模式。2012 年度、2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月，软件开发、技术服务及软件许可收入合计占公司主营业务收入的比例分别为 99.70%、99.93%、97.08% 和 96.64%。公司 2014 年营收 4.52 亿人民币，归母净利 1.12 亿人民币。

软件开发模式指根据客户的需求，进行专项软件设计与定制化开发，最终向客户交付开发成果并收取开发费用的业务模式。

技术服务模式指根据客户需求，提供相应的技术人员并开展技术支持、技术咨询、系统维护等服务，并收取服务费用的业务模式。

软件许可模式指授权客户使用本公司自主拥有的软件产品等知识产权，按照授权期限或客户搭载本公司软件的产品出货量收取相关授权费用的业务模式。

表 3：公司按业务种类划分的收入结构(万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年前三季度
技术服务	2,964.43	9,947.92	13,970.99	20,509.41	18,791.37
软件开发	6,462.91	9,178.07	13,592.34	14,754.16	12,274.36
软件许可	1,076.73	5,947.01	5,944.04	8,582.02	7,756.39
商品销售		74.68	25.04	1,314.52	1,808.24
<b>合计</b>	<b>10,504.07</b>	<b>25,147.68</b>	<b>33,532.42</b>	<b>45,160.11</b>	<b>40,630.37</b>

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 2.3 募集资金投向

公司拟本次公开发行 2,500 万股人民币普通股（A 股）股票，募集资金总额将根据发行时市场状况和询价的情况予以确定。本次发行新股的实际募集资金扣除发行费用后，全部用于公司主营业务相关的项目。

表4：公司募资投向(万元)

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投 资额(万元)	建设期(年)
1	面向多模 LTE 智能手机的操作系统开发项目	15,993	15,993	2
2	IHV 认证实验室建设项目	14,334	11,134	2

3	面向 64 位芯片的下一代平板电脑操作系统开发项目	13,479	10,279	2
4	新一代智能电视操作系统开发项目	12,505	4,166	2
5	企业级移动管理系统开发项目	9,994	5,050	2
6	创新技术研发中心建设项目	8,915	6,432	2
	合计	<b>75,219</b>	<b>53,054</b>	

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司营业收入主要来自包括软件开发、技术服务、软件许可在内的主营业务收入。2012 年度、2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月，公司主营业务收入分别为 25,147.68 万元、33,532.42 万元、45,160.11 万元和 26,812.67 万元，2012 年至 2014 年年均复合增长率为 34.01%，增长势头良好。

表 5：公司营收增长情况(万元)

项目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度
主营业务收入	26,812.67	45,160.11	33,532.42	25,147.68
其他业务收入	19.90	60.85	94.83	64.66
营业收入合计	<b>26,832.57</b>	<b>45,220.96</b>	<b>33,627.25</b>	<b>25,212.35</b>
营业收入增长率	-	34.48%	33.38%	137.08%

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 6：公司按业务种类划分的收入结构及增速(万元)

项目	2015 年 1-6 月		2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比	增幅	金额	占比	增幅	金额	占比
软件开发	7,745.81	28.89%	14,754.16	32.67%	13,592.34	40.53%	9,178.07	36.50%
技术服务	13,103.37	48.87%	20,509.41	45.41%	13,970.99	41.66%	9,947.92	39.56%
软件许可	5,063.14	18.88%	8,582.02	19.00%	5,944.04	17.73%	5,947.01	23.65%
商品销售	900.35	3.36%	1,314.52	2.91%	25.04	0.07%	74.68	0.30%
合计	<b>26,812.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>45,160.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>33,627.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>25,212.35</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司招股说明书、上海证券研究所

### 3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

详见附表 1 和附表 2。

## 四、风险因素

### 4.1 客户集中度较高

公司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。2012 年度、2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月，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%、71.27% 和 61.12%，公司客户集中度较高。

### 4.2 重要客户业绩下滑风险

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。

### 4.3 Android 系统经营业态、完善程度及市场占有率变化的风险

Android 系统是一种以 Linux 为基础的开放源代码移动智能终端操作系统，该系统由谷歌定期、免费向市场发布升级版本。

本公司自设立以来，主要专注于 Android/Linux 核心技术，致力于向市场提供与 Android 基础操作系统相关的产品与服务，由于 Android 系统自身的开源性质，公司使用 Android 系统并在此之上进行创新和研发不需支付给 Android 系统的发布者谷歌任何费用。然而，若 Android 系统的开源、免费性质发生改变，将使公司所在行业经营模式及竞争格局发生重大变化，对公司业务经营产生影响。

Android 系统以其开源开放的生态环境，获得市场的广泛认可，Android 系统在智能手机市场的占有率从 2008 年的 0.46% 迅速攀升到 2014 年的 80.70%，预计 Android 系统的市场支配地位在未来相当一段时间内将继续维持和巩固。然而，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，将对公司在 Android 系统市场的业务规模产生不利影响。

#### 4.4 汇率波动风险

2012 年度、2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月，公司汇兑损失分别为 522.31 万元、1,035.70 万元、386.66 万元和 56.52 万元，占同期国外营业收入比例分别为 3.01%、4.65%、1.67% 和 0.39%。报告期内汇兑损益存在波动。

本公司 2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月来自日本地区收入占主营业务收入比例为 46.38%、30.91% 和 25.66%。根据中国人民银行发布的数据，2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月日元兑人民币中间价分别累计下跌 20.46%、11.08% 和 2.17%，如果日元受日本货币政策及国内外经济形势影响相对人民币继续波动，可能会对公司业绩构成一定影响。

随着国际经济环境的变化，日元、美元等其他货币汇率的不利波动可能会导致汇兑净损失，削弱公司面对境外客户的成本优势，对公司业务发展和国际业务开拓带来不利影响。

#### 4.5 行业波动、市场竞争和进入新领域的风险

目前，智能手机、平板电脑、智能电视等智能终端领域即将迎来 LTE 网络、64 位计算、超高清显示等技术变革，公司需要紧跟技术变革潮流，进一步巩固其在现有业务领域的优势；同时，随着 Android 系统进入更多的移动智能领域，如企业移动设备管理、车载系统、可穿戴设备、行业平板、智能机器人、智能相机等，公司也计划凭借在操作系统上的技术优势，挖掘更广阔的市场空间。上述行业涉及移动通信、移动智能终端操作系统、移动芯片技术等多个领域，技术门槛高、升级换代迅速、市场竞争激烈。如果公司不能正确判断、把握行业的市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和客户需求及时进行技术创新和业务模式创新，则可能无法在行业竞争格局中继续保持优势地位，持续盈利能力也可能受到不利影响。

### 五、估值及定价分析

#### 5.1 国内/国际同类公司比较分析

当前 A 股市场并没有与公司业务类似的标的，我们采用公司所属行业的整体估值进行比较。选用“软件和信息技术服务业”的整体估值，2015 年市盈率为 79.72 倍，2016 年为 55.86 倍，2017 年为 40.51 倍。

表 7：公司所在行业整体估值

板块名称	市盈率(TTM)	市盈率(整体法)		
		2015E	2016E	2017E
软件和信息技术服务业	117.03	79.72	55.86	40.51

资料来源：Wind、上海证券研究所

## 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

考虑到公司主营业务为智能终端操作系统，技术壁垒高，且在市场上具有稀缺性，我们给予公司 2016 年 70 倍的估值。以 2016 年每股盈利 1.97 元计算，股价在 137.9 元，上下浮动 10%，公司合理估值区间在 125.4~151.7 元。

## 六、附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业收入</b>	<b>336.27</b>	<b>452.21</b>	<b>597.90</b>	<b>803.41</b>	<b>1,094.74</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>257.90</b>	<b>353.25</b>	<b>471.66</b>	<b>602.52</b>	<b>814.61</b>
营业成本	160.76	207.40	268.94	358.47	486.87
营业税金及附加	1.51	2.06	3.25	3.88	5.41
销售费用	8.20	13.09	18.67	22.44	30.79
管理费用	77.99	126.53	179.37	216.92	290.11
财务费用	9.36	3.43	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.07	0.73	1.43	0.81	1.44
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.08	0.09	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>78.30</b>	<b>99.04</b>	<b>126.24</b>	<b>200.88</b>	<b>280.13</b>
加：营业外收入	30.73	21.57	14.30	17.24	20.96
减：营业外支出	0.49	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>108.54</b>	<b>120.60</b>	<b>140.54</b>	<b>218.12</b>	<b>301.09</b>
减：所得税	11.86	8.29	12.44	21.39	27.44
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>96.68</b>	<b>112.31</b>	<b>128.10</b>	<b>196.73</b>	<b>273.65</b>
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>96.68</b>	<b>112.31</b>	<b>128.10</b>	<b>196.73</b>	<b>273.65</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>1.29</b>	<b>1.50</b>	<b>1.28</b>	<b>1.97</b>	<b>2.74</b>
<b>总股本(百万股)</b>	<b>75.00</b>	<b>75.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
技术服务	139.71	205.09	299.43	440.16	651.44
软件开发	135.92	147.54	160.82	180.12	205.33
软件许可	59.44	85.82	123.58	168.07	221.85
商品销售	0.25	13.15	14.07	15.06	16.11
合计	335.32	451.60	597.90	803.41	1094.74
分业务主营成本测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
技术服务	79.36	96.68	140.73	206.88	306.18
软件开发	60.82	73.36	80.41	90.06	102.67
软件许可	19.86	24.79	35.84	48.74	64.34
商品销售	0.19	11.68	11.96	12.80	13.69
合计	160.23	206.51	268.94	358.47	486.87
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
技术服务	40.44%	46.80%	46.00%	47.00%	48.00%
软件开发	48.09%	8.55%	9.00%	12.00%	14.00%
软件许可	-0.05%	44.38%	44.00%	36.00%	32.00%
商品销售	-66.67%	5160.00%	7.00%	7.00%	7.00%
合计	33.34%	34.68%	32.40%	34.37%	36.26%
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
技术服务	43.20%	52.86%	53.00%	53.00%	53.00%
软件开发	55.25%	50.28%	50.00%	50.00%	50.00%
软件许可	66.59%	71.11%	71.00%	71.00%	71.00%
商品销售	24.00%	11.18%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	52.22%	54.27%	55.02%	55.38%	55.53%

资料来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 虞婕雯 王兴林

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。