证券研究报告—动态报告

新三板

新三板Ⅱ

基调网络(832015) 增持

2017 年半年报点评 （维持评级）

2017 年 08 月 03 日

股票数据	
总股本/流通(百万股)	5.14/2.71
总市值/流通(百万元)	1336/704
上证综指/深圳成指	3,250/10395
12 个月最高/最低(元)	26.00/18.00

证券分析师：王念春
电话：0755-82130407
E-MAIL： wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027
联系人：刘馨竹
E-MAIL： liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

收入持续提升，看好 APM 蓝海市场

● 收入持续提升，亏损幅度加大

2017 年上半年，公司实现收入 6774.69 万元，同比上升 36.38%，主要因公司所处 APM 快速增长，且公司前期在市场营销、研发方面的投入效果逐步显现，销售额稳步增长所致。公司净利润为-2,838.50 万元，同比大幅下降 181.42%。

● 期间费用大幅上升拖累业绩

17 年上半年，公司毛利率为 73.10%，同比小幅下滑 6.78 个百分点，相对较为稳定。上半年公司期间费用 7,619.14 万元，同比大幅增长 54.77%，期间费用率为 112.46%，同比上升 13.47 个百分点。由于期间费用率的大幅提升，公司上半年销售净利率为-41.90%，同比大幅下降。

● SaaS 战略化布局，注重研发潜力巨大

公司坚持 SaaS 服务模式为主、私有化部署模式为辅的方向，抓住中大企业应用性能监控日益旺盛的需求，进一步扩大市场份额。公司 2013 年开始布局 APM 业务，拥有 4 项国内首创的行业技术以及 6 项国内领先技术。随着听云系列产品的逐渐成熟，预计未来公司的业绩将有大幅提升。

● 定增助力公司业务规模持续成长

2017 年上半年公司共进行 2 轮定增。其中，第一轮定增已于今年 2 月顺利完成。17 年 7 月，公司进行本年第二次股票发行认购，发行价格为每股 32 元人民币，共发行 100 万股，拟募集资金 3200 万元，预计于 17 年 8 月 6 日完成，投后估值 16.77 亿元。目前，新一轮定增顺利进行，本次定增有助于加大公司研发和销售投入力度，以扩大公司业务规模，加强公司市场竞争力。

● 风险提示

国内 APM 市场竞争加剧；技术更新速度快，难以准确把握前沿技术发展趋势。

● APM 蓝海市场空间大，维持“增持”评级

我国 APM 市场起步较晚，在 ITOM 行业蓬勃发展的大背景下，公司作为国内互联网应用性能管理领域的领航者，有望复制海外企业的成功模式，凭借研发技术优势、市场渠道优势以及人才、品牌战略，将持续享有快速的发展机遇。我们下调公司盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为-0.05 元/0.31 元/0.76 元，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	73	138	200	281	382
(+/-%)	*28.0%*	88.9%	45.0%	40.0%	36.0%
净利润(百万元)	-21	-9	-2.61	15.70	38.70
(+/-%)	-	-57.5%	--	-702.7%	146.5%
摊薄每股收益(元)	-0.40	-0.17	-0.05	0.31	0.76
EBIT Margin	-35.0%	-3.7%	-1.7%	5.8%	11.3%
净资产收益率(ROE)	-14.48%	-14.5%	-4.5%	21.4%	34.6%
市盈率(PE)	-44.7	-105.3	-430.7	71.5	29.0
EV/EBITDA	-37.0	-211.7	-384.5	72.5	28.0
市净率(PB)	13.1	15.25	19.48	15.31	10.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

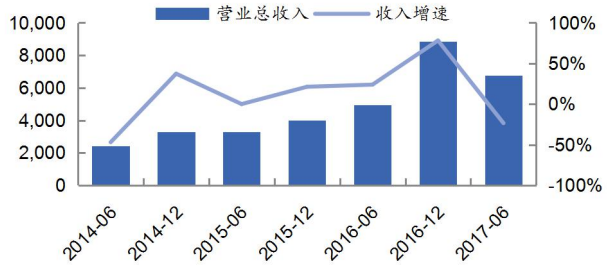
收入持续提升，亏损幅度加大

17 年上半年，公司实现收入 6774.69 万元，同比上升 36.38%，收入增速略低于预期，主要因市场竞争激烈，以及部分会计收入确认准则变更影响。

公司净利润为-2,838.50 万元，同比大幅下降 181.42%，归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为-2844.62 万元、-2838.50 万元，同比分别大幅下跌 179.11%、181.42%。净利润的下跌主要因公司管理费用及销售费用的大幅增加所致。

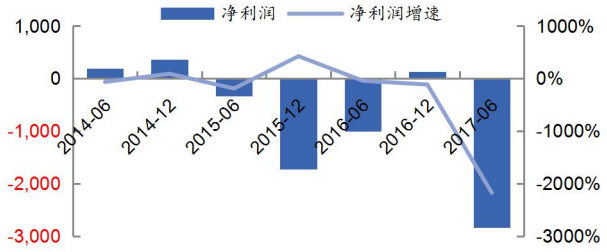
我们下调公司盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为-0.05 元/0.31 元/0.76 元。

图 1：公司每半年度收入及增速（万元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司每半年度净利润及增速（万元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

期间费用大幅提升拖累业绩

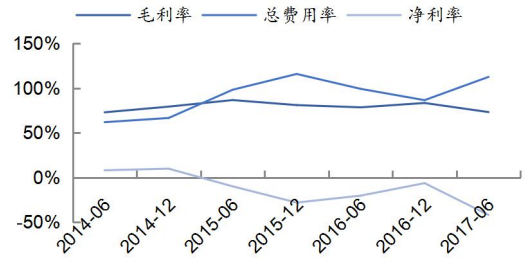
盈利能力方面，17 年上半年，公司毛利率为 73.10%，同比下滑 6.78 个百分点，主要因市场竞争趋于激烈所致。

上半年公司期间费用 7,619.14 万元，同比大幅增长 54.77%，期间费用率为 112.46%，同比上升 13.47 个百分点。其中销售费用率 62.48%，同比上升 40.00 个百分点，管理费用率 49.99%，同比小幅下降 8.24 个百分点；财务费用率-0.01%，与去年同期一致。期间费用大幅上升主要因为：

1. 管理费用提升：租赁了新的办公场所，房租和物业费用较上年同期增长了 63.04%和 60.06%；为了维护产品的竞争力，研发费用持续增长，上半年公司研发费用 2190 万元，同比提升了将近 50%；
2. 销售费用提升：公司上半年销售费用为 4233 万元，主要因公司营销团队从 2016 年下半年开始扩建，营销人员大幅增加，导致销售费用持续提升。

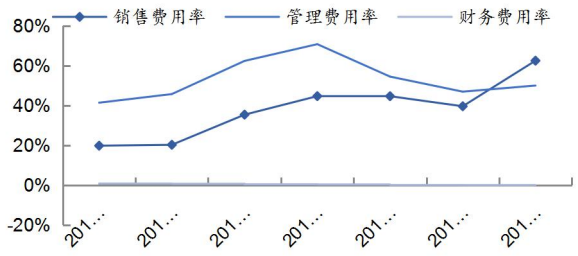
由于期间费用率的大幅提升，公司上半年销售净利率为-41.90%，同比下跌明显。预计下半年公司期间费用将维持稳定，由于公司销售收入的周期性波动，下半年盈利能力将出现较明显回升。

图 3：公司历年的毛利率、费用率和净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司历年销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

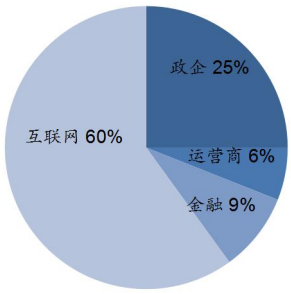
SaaS 战略化布局，注重研发潜力巨大

公司已经成长为国内互联网应用性能管理领域知名品牌，为数千家用户提供端到端应用性能管理解决方案。公司当前整体客户结构相对集中，以互联网行业客户为主，已在互联网领域形成比较全面的覆盖，涵盖电商、OTA、互联网金融、影音娱乐以及生活服务等多方面。同时，经过多年的产品研发和客户拓展，公司在其他领域的市场占有率也在逐年提升。发展中，公司坚持 SaaS 服务模式为主、私有化部署模式为辅的方向，核心发展大客户，拓展开发中小客户，抓住中大企业应用性能监控日益旺盛的需求，进一步扩大市场份额。

公司 2013 年开始布局 APM 业务，研发投入逐年增长，年均增速超过 60%。公司拥有专业技术团队，技术处于领先水平，监测节点遍布全球，实现真实用户数据的采集，拥有 4 项国内首创的行业技术以及 6 项国内领先技术。

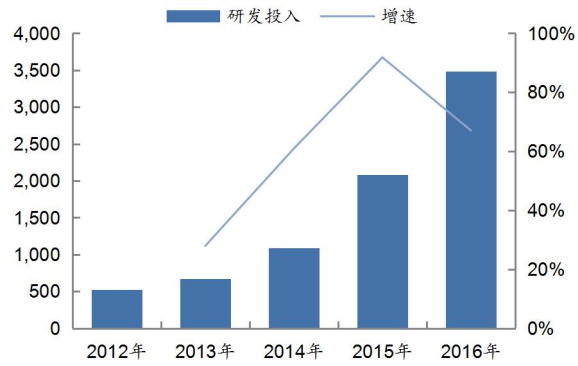
截至 2017 年 6 月 30 日，包括研发人员在内的研发及技术人员总数为 238 人，占公司总人数 59.8%。公司自 2013 年推出听云系列产品以来，每一年均有研发上的重大突破以及产品的重要革新。随着听云系列产品的逐渐成熟，研发费用增幅将逐步放缓，市场拓展不断产生新的客户网络，推动收入端持续高增长，预计未来公司的业绩将有大幅提升。

图 5：2016 年公司服务的各行业客户比重（%）



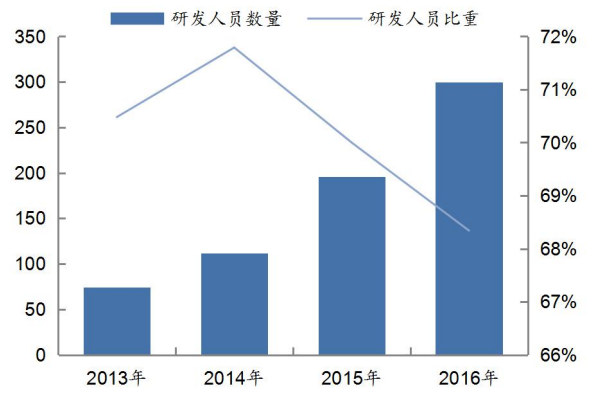
资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 6：2012-2017 年公司研发投入（万元）



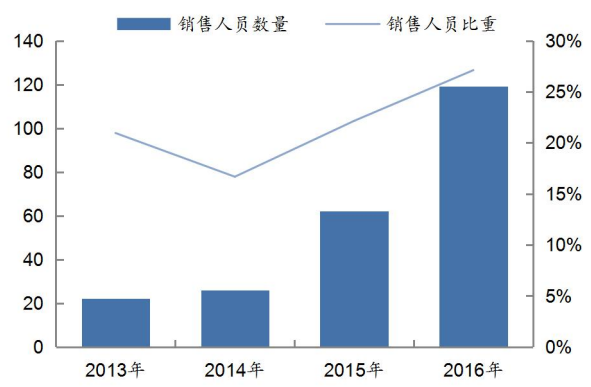
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：2013-2017 年公司研发人员数量及占比（人）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：2013-2016 年公司销售人员数量及占比（人）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

定增助力公司业务规模持续成长

2017 年上半年公司共进行 2 轮定增。其中，第一轮定增已于今年 2 月顺利完成，发行价格为每股 25 元人民币，发行股数 40 万股，募集资金 1000 万元，所募集资金主要用于补充公司运营资金。

17 年 7 月，公司进行本年第二次股票发行认购，已于 7 月 19 日完成股权登记。本次发行股票价格为每股 32 元人民币，共发行 100 万股，拟募集资金 3200 万元，本次发行认购预计于 17 年 8 月 6 日完成，所募集资金将用于补充公司流动资金。定增顺利完成后，公司投后估值为 16.77 亿元。

APM 蓝海市场空间大，维持“增持”评级

我国 APM 市场起步较晚，云计算产业高速发展，在 ITOM 行业蓬勃发展的大背景下，公司作为国内互联网应用性能管理领域的领航者，随着信息技术自主化，公司有望复制海外企业的成功模式，凭借研发技术优势、市场渠道优势以及人才、品牌战略，将持续享有快速的发展机遇。我们下调公司盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为-0.05 元/0.31 元/0.76 元，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	27	30	30	37
应收款项	64	88	123	167
存货净额	0	0	0	0
其他流动资产	9	3	5	6
流动资产合计	99	121	158	211
固定资产	1	2	2	3
无形资产及其他	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	101	124	161	214
短期借款及交易性金融负债	0	7	9	0
应付款项	5	8	12	17
其他流动负债	36	51	66	84
流动负债合计	41	66	87	102
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	41	66	87	102
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	60	58	73	112
负债和股东权益总计	101	124	161	214

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	-0.17	-0.05	0.31	0.76
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.18	1.13	1.44	2.20
ROIC	-13%	-9%	20%	41%
ROE	-14%	-5%	21%	35%
毛利率	83%	80%	79%	77%
EBIT Margin	-4%	-2%	6%	11%
EBITDA Margin	-3%	-2%	6%	11%
收入增长	89%	45%	40%	36%
净利润增长率	-57%	--	-703%	146%
资产负债率	40%	53%	54%	48%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-128.7	-430.7	71.5	29.0
P/B	18.6	19.5	15.3	10.0
EV/EBITDA	-256.7	-384.5	72.5	28.0

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	138	200	281	382
营业成本	23	40	60	88
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	55	80	93	107
管理费用	65	82	109	141
财务费用	(0)	(1)	(0)	(1)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	(0)	0	0
营业利润	(6)	(3)	17	44
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	(5)	(3)	17	44
所得税费用	4	0	1	5
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(9)	(3)	16	39

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(9)	(3)	16	39
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	(0)	(1)	(0)	(1)
营运资本变动	(24)	0	(17)	(22)
其它	(0)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	(31)	(2)	(1)	17
资本开支	(0)	(1)	(1)	(1)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(1)	(1)	(1)	(1)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(0)	0	0	0
其它融资现金流	(7)	7	2	(9)
融资活动现金流	(7)	7	2	(9)
现金净变动	(39)	3	0	7
货币资金的期初余额	66	27	30	30
货币资金的期末余额	27	30	30	37
企业自由现金流	(32)	(4)	(3)	15
权益自由现金流	(40)	3	0	7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英	汤静文	邵燕芳	赵冰童
13910793700	13636399097	13480668226	13693633573
liwying@guosen.com.cn	tangjingwen@guosen.com.cn	shaoyf@guosen.com.cn	zhaobt@guosen.com.cn
王　玮	吴　国	赵晓曦	梁　佳
13726685252	15800476582	15999667170	13602596740
		zhaoxxi@guosen.com.cn	liangjia@guosen.com.cn
许　婧	梁轶聪	颜小燕	程可欣
18600319171	18601679992	13590436977	886-0975503529(台湾)
	liangyc@guosen.com.cn	yanxy@guosen.com.cn	chengkx@guosen.com.cn
边祎维	倪　婧	刘紫微	吴翰文
13726685252	18616741177	13828854899	13726685252
王艺汀	林　若	简　洁	
13726685252	13726685252	13726685252	
詹　云	张南威	欧子炜	
13901062999	13726685252	18150530525	
陈雪庆	周　鑫		
18150530525	13726685252		
杨云崧	张欣慰		
18150530525	13726685252		
赵海英	丛明浩		
13810917275	13901062999		
zhaohy@guosen.com.cn			