

投资评级 **买入** 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	44.10
10 月 27 日收盘价 (元)	34.38
52 周股价波动 (元)	20.85-112.75
总股本/流通 A 股 (百万股)	872/259
总市值/流通市值 (百万元)	29970/8914

主要估值指标

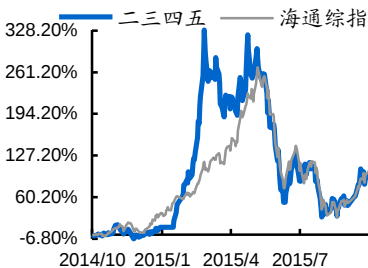
	2014	2015E	2016E
市盈率	253.1	72.9	54.2
市净率	7.4	3.2	2.6
市销率	45.8	20.2	16.0
EV/EBITDA	235.6	103.9	82.4
分红率(%)	30.0	30.0	30.0

相关研究

《业绩持续高增长体现上网入口平台价值，关注互联网金融业务进展》2015.08.26

《20150427_二三四五 (002195) 一季报点评：并表带动业绩大幅增长，重点关注互联网金融业务 (买入，维持)》2015.04.27

《20150213_海隆软件 (002195) 年报暨公告点评：2345 业绩略超预期，重量级定增布局互联网金融 (买入，维持)》2015.02.13

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	32.5	49.2	1.1
相对涨幅 (%)	21.3	37.1	7.0

资料来源：海通证券研究所

业绩高增长，2345 用户系列推广效率提升，日元汇率回升利好传统软件外包

投资要点：

- **业绩高增长，接近业绩预告上限。** 公司 2015 年前三季度营业收入 10.83 亿元，同比增长 232.6%；归母净利 2.92 亿元，同比增长 672.9%。其中 Q3 单季营业收入 4.06 亿元，同比增长 283.8%；归母净利 1.09 亿元，同比增长 810.0%。公司三季报业绩预告增长 625%~675%，672.9%的涨幅接近预告上限。报告期内公司营销能力提升推动流量变现，带动收入和业绩保持较高增长速度。
- **2345 用户系列高增长，推广效率提升。** 二三四五自 2014 年四季度纳入公司合并报表以来，业绩保持高增长，相比其去年前三季净利，增长幅度超过 100%，预计四季度仍有望保持高速增长。报告期内公司 2345 系列产品用户快速增长，同时公司优化推广渠道提升推广效率，销售费用率由上半年的 26.4% 下降为三季度的 24.68%，推广支出占营收比重有所下降。
- **高管完成增持彰显未来发展信心，互联网金融落地加速。** 公司 43 亿非公开发行股票预案 9 月已获证监会审核通过，同时 9 月 15 日公司公告实际控制人增持公司 708.2 万股，成交均价 26.83 元/股。目前公司股价距高管增持价涨幅约 28%，相距不远，近 2 亿元大手笔增持显示公司对未来发展前景的信心。互联网金融是未来公司上网入口流量优势变现的重要实现渠道，我们看好其网络信贷平台“随心贷”的发展前景，即将步入规模放量阶段。
- **日元短期升值利好传统软件外包业务，汇兑收益增加。** 日元兑人民币自 2012 年四季度起至 2015 年 6 月持续贬值，但自 8 月底以来至三季度末大幅回升，带动公司传统软件外包业务毛利率提升，同时公司汇兑收益大幅增加，带动公司财务费用减少较多。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测公司 2015~2017 年的 EPS 分别为 0.47、0.63 和 0.82 元，未来三年年均复合增长率为 82.1%，其中由于二三四五于 14 年四季度并表导致公司 2015 年业绩增长较大。公司 10 月 27 日收盘价为 34.38 元，对应 2016 年预测 EPS 约 54.6 倍市盈率。考虑到公司 2345 系推广渠道的优化，以及公司互联网金融转型兑现预期较强，ARPU 值有进一步提升的空间，我们认为公司可享有一定估值溢价。6 个月目标价为 44.1 元，对应 2016 年约 70 倍备考市盈率，维持“买入”评级。
- **主要不确定性：** 2345 系列产品推广进度不达预期；互联网金融平台进展不达预期。

主要财务数据及预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	398.49	654.08	1483.70	1870.73	2302.73
(+/-)YoY(%)	-2.88%	64.14%	126.84%	26.09%	23.09%
净利润(百万元)	29.47	118.39	410.97	552.76	714.60
(+/-)YoY(%)	-55.57%	301.70%	247.13%	34.50%	29.28%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.14	0.47	0.63	0.82
毛利率(%)	35.63%	51.35%	67.64%	69.43%	70.76%
净资产收益率(%)	6.32%	2.91%	4.45%	4.75%	4.98%

资料来源：公司年报 (2013-2014)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师：钟奇

Tel:(021)23219962

Email:zq8487@htsec.com

证书:S0850513110001

联系人：谢春生

Tel:021-23154123

Email:xcs10317@htsec.com

联系人：黄竞晶

Tel:021-23154131

Email:hjj10361@htsec.com

表 1 二三四五利润表预测 (万元)

	2013	2014	2015Q1-3	YoY(%)	2015E	2016E	2017E
营业收入	39849	65408	108324	232.6	148370	187073	230273
营业成本	25652	31821	37275	82.6	48012	57185	67322
毛利	14197	33588	71048	484.5	100358	129888	162952
毛利率 (%)	35.6	51.4	65.6	28.3	67.6	69.4	70.8
营业税金及附加	17	59	129	687.6	133	168	206
销售费用	1739	8359	27880	2102.3	38250	47666	57523
销售费用/收入 (%)	4.4	12.8	25.7	21.9	25.8	25.5	25.0
管理费用	9458	13711	16788	124.8	24425	30235	36526
管理费用/收入 (%)	24	21	15	-7.4	16	16	16
财务费用	643	614	-1162	615.9	-1395	-1534	-1688
资产减值损失	48	27	-49		61	77	95
投资收益	0	79	4632		6022	6624	7287
营业利润	2292	10897	32096	800.1	44907	59901	77577
营业外收入	679	788	478	49.8	630	756	908
营业外支出	0	6	11	3267.6	14	14	14
利润总额	2970	11680	32562	738.2	45523	60643	78471
所得税	49	325	3422	754.3	5008	6064	7847
少数股东损益	-26	-484	-11	-96.1	-581	-697	-836
归属于母公司所有者的净利润	2947	11839	29152	672.9	41097	55276	71460
EPS (元)	0.03	0.14	0.33	672.9	0.47	0.63	0.82

资料来源：公司 2013 和 2014 年报，2015 年三季报，海通证券研究所

注：EPS 按最新股本摊薄计算。

信息披露

分析师声明

钟奇 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中金金财、航天信息、科大讯飞、捷成股份、二三四五、广联达、聚龙股份、广电运通、恒生电子、佳都科技、御银股份、绿盟科技、东软集团、用友软件、远光软件、汉得信息、立思辰、宝信软件、润和软件、信雅达、东方网力、同有科技、新大陆、科大讯飞、易华录

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。