



2015.01.20

中小盘研究团队

从海外映射到国内映射：“未盈利互联网板块”推出带来的投资机会

——中小盘主题第 19 期

	孙金钜 (分析师)	郭睿哲 (分析师)	王永辉 (分析师)
	021-38674757	021-38674945	021-38674743
	sunjinju008191@gtjas.com	guoruizhe@gtjas.com	wangyonghui@gtjas.com
证书编号	S0880512080014	S0880513080020	S0880514080004

本报告导读：

“未盈利互联网板块”有望推出，我们认为 A 股公司中有跟转板公司类似业务的会受益于此，推荐科远股份、东方财富、德联集团和网宿科技等。

摘要：

- **三箭齐发共指“未盈利互联网板块”。**我们预计注册制草案可能会在 2015 年上半年披露并公开征求意见（一审和二审），在 6 月份过全国人大常委会的三审。考虑到市场的接受程度，估计 2015 年注册制会试点推出（不是全面推出），将在创业板建立单独层次来推行注册制，支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市。即新股注册制、创业板的单独分层、新三板转板制度可能同步推进，并同时聚焦于推出“未盈利互联网板块”。这里的“未盈利互联网板块”股票初期来源于新三板挂牌满一年的公司，行业分布以互联网企业为代表的高新技术企业为主。
- **四大指标筛选首批登陆“未盈利互联网板块”企业。**我们认为优先转板到创业板的新三板企业需要满足以下几个方面条件：（1）取消盈利要求，但出于投资者的保护对公司规模会适当考虑。（2）选择在新三板成交活跃（做市），挂牌满 1 年的企业。我们判断转板制度的实施将在 2015 年 6 月份之后，考虑到证券法修改后制度细则的准备时间，我们选取 2014 年 9 月 1 日之前挂牌的企业。（3）选择互联网和高新技术行业的企业，要求公司有较为明显的技术创新或商业模式创新优势。（4）充分考虑转板公司的股权分散度和交易流动性。筛选出的 20 家公司包括：**莱富特佰**（垂直互联网）、**联飞翔**（汽车后市场/汽车快消品）、**九恒星**（互联网金融）、**首都在线**（IDC 和云计算）、**卡联科技**（线下电子商务）、**新眼光**（医疗设备数字化/医疗信息化）、**光宝联合**（无线增值服务）、**点点客**（数字营销）、**四维传媒**（数字出版/数字营销）、**天阶生物**（心脑血管疾病用药）、**中搜网络**（搜索引擎/移动互联网入口）、**哇棒传媒**（数字营销）、**行悦信息**（多媒体数字系统运营）、**远大股份**（数字化实验教具）、**吉玛基因**（基因生物制剂）、**麟龙股份**（互联网金融信息服务）、**新产业**（体外诊断）、**基康仪器**（工业 4.0）、**先临三维**（3D 打印）、**银橙传媒**（数字营销）。
- **从海外映射到国内映射，“未盈利互联网板块”可能成为 2015 年重要的市场线索和主题。**随着 2015 年“未盈利互联网板块”的推出，我们认为 A 股公司（已经盈利）中有跟转板公司类似业务的，或者有一块业务相同的会受益于此。“未盈利互联网板块”主题股票推荐组合：**科远股份（002380）、东方财富（300059）、德联集团（002666）、网宿科技（300017）。**

孙金钜 (分析师): 021-38674757

证书编号: S0880512080014

邮箱: sunjinju008191@gtjas.com

王永辉 (分析师): 021-38674743

证书编号: S0880514080004

邮箱: wangyonghui@gtjas.com

白晓兰 (分析师): 021-38674660

证书编号: S0880511110002

邮箱: baixiaolan@gtjas.com

温阳 (分析师): 021-38674876

证书编号: S0880513080010

邮箱: wenyang010353@gtjas.com

郭睿哲 (分析师): 021-38674945

证书编号: S0880513080020

邮箱: guoruizhe@gtjas.com

相关报告

《当迪士尼遇到自贸区》2014.12.29

《中小盘主题投资方法探讨》2014.12.18

《新三板：并购重组新战场》2014.12.11

《借鉴香港经验，掘金 2015 上海迪士尼》
2014.11.23

《定增助力市场化并购重组》2014.11.17

目录

1. 三箭齐发共指“未盈利互联网板块”	3
1.1. 2015 年注册制将试点推出	3
1.2. 创业板分层设立势在必行	4
1.3. “未盈利互联网板块”与新三板转板对接	5
2. 首批新三板潜在转板企业筛选	7
3. 从海外映射到国内映射	10
3.1. 20 家新三板公司的 A 股映射标的	10
3.2. 国内映射推荐组合	14

1. 三箭齐发共指“未盈利互联网板块”

我们预计 2015 年注册制会试点推出，将在创业板建立单独层次来推行注册制，支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市。也就是说新股注册制、创业板的单独分层、新三板转板制度可能同步推进，并同时聚焦于推出“未盈利互联网板块”。

1.1. 2015 年注册制将试点推出

党的十八届三中全会发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出股票发行注册制：“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重”。注册制的推行箭在弦上，根据发达国家的经验，我们总结了实行注册制的前提，包括证券法修订、稽查力度和执法力度加强、成熟具有分辨力的投资者、成熟的投行、退市制度改革等。

表 1: 注册制改革的前提与原因

注册制改革前提	原因
证券法修订	实行注册制的法律保障
稽查力度和执法力度加强	后续执法能力必须得到保障
成熟具有分辨力的投资者	并不是说投资者必须要树立打新未必赚钱的意识，在美国，购入新股绝大部分也都是赚钱的。市场需要的是能够合理给新股定价的投资者，目前的投资者只会采用单一的市盈率估值法，这个估值方法对尚未盈利的公司是失效的，并且一旦放开竞价机制，大多询价机构为了中签，大多高报价格，形成破发风险。
成熟的投行	需要建立机制，使得投行与保荐人考虑的不是在一单业务上赚更多的利润，而是建立声誉获得更多拟上市公司与投资人的认可，由于投资者会存在高报价格的冲动，所以投行合理的进行引导约束才能保障新股发行做到多赢。我们认为在起始阶段，仍然需要证监会对投行约束。
退市制度改革	形成有进有出、优胜劣汰的良好市场，不会导致太大的扩容压力。（2014 年 10 月 15 日发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，证监会将指导沪深交易所进一步严格落实退市工作责任，严格落实退市制度的规范要求，近期沪深交易所将发布修改后的上市规则及退市改革配套细则，从操作层面对上市公司退市有关问题予以明确。）

数据来源：国泰君安证券研究

根据这些前提，我们认为注册制会在 2015 年逐步推出，且不会整个市场全面推行，更大的可能是创业板进行分层，形成一个新的板块推行注册制。而且我们认为可能是新三板已经挂牌的优质公司，或者高科技未盈利公司在新三板挂牌 1 年以后，直接转板至创业板。

原因：（1）正常情况下，证券法的修订需要在 2015 年 6 月才能完成。（2）执法力度的加强需要时间，完善制度、人力、组织的安排。（3）我们认为市场是存在具有分辨能力的理性投资者的，但是这只是众多投资者中的一部分，所以如果要实行注册制，可以采用一定的标准（比如机构、投资规模、投资年限等）把这类投资者识别出来，让他们先参与试点。（4）我们认为创业板进行分层尝试注册制具有可执行性：A、小范围实行，并且可以把一部分最具有投资分辨能力的投资者识别出

来。B、创业板可以进一步放松上市标准，可能去掉必须盈利的要求，以吸引高科技或者互联网公司在创业板上市，这类公司的商业模式往往与传统企业不同，采用实质性审核很难做出判断，需要投资者自行判断这类公司的投资价值。C、如果是从新三板直接转板，那么这类公司更为投资者所熟悉，相应的风险更为可控。

表 2: 证券法修改进程

时间	进程
2013 年 12 月	全国人大财经委员会召开证券法修改起草组成立暨第一次全体会议，《证券法》正式修改工作随之开始
2014 年 8 月底	十二届全国人大常委会第十次会议表决通过了全国人大常委会关于修改《证券法》等五部法律的决定，国家主席签署第 14 号主席令予以公布
2015 年 6 月	通过全国人大常委会的三审程序

数据来源：新华网、国泰君安证券研究

表 3: 美国、香港注册制新股发行制度的核心与背景

方面	美国	香港
注册制的核心	证监会负责进行形式审核 审查公司披露的资料是否是符合规定	重点在于申请材料是否符合《证券及期货条例》及其配套规则的规定，关注招股说明书的整体披露质量以及该证券的发行上市是否符合公众利益
	交易所进行实质审核 通过量化的指标进行，不同的市场有多套标准，只要符合其中一套即可上市	申请材料是否符合《上市规则》和《公司条例》的规定，旨在确保投资者对市场的信心，其背后的核心理念是保护所有股东的合法权益
注册制的背景	司法保障 SEC 有专门的执法部门，2013 年 SEC 总成本 13.3 亿美元，执法成本 4.5 亿美元。	1) 调查人员享有广泛的调查权力、多样化的调查手段以及对妨碍调查行为的强有力的惩戒措施，以确保调查的顺利进行； 2) 调查活动必须严格依照法定程序进行，以避免调查权力滥用，保护调查对象的合法权益。
	中介机构责任归位 注重品牌建设和维护，基本都能切实履行职责，对于防范证券欺诈发挥了不可替代的作用 纽交所每年大约有 6% 的公司退市，纳斯达克的退市率为 8%	2014 年截至 10 月底，退市公司数 13 个。

数据来源：参考《美国注册制管窥》、《香港证监会执法机制评介》，国泰君安证券研究

1.2. 创业板分层设立势在必行

从 2009 年开板以来，创业板已完整走过第一个五年。在中国经济处于转型变革的关键时期，市场对创业板的定位也提出了更加迫切和更高的要求。而创业板要创新的首要任务就是丰富创业板的内部市场层次，实现风险分层管理。

证监会主席肖钢 2014 年 1 月首次在人民日报撰文表示将“在创业板建立专门层次，允许尚未盈利但符合一定条件的互联网和科技创新企业在创业板发行上市，并实行不同的投资者适当性管理制度”。此后证监会多次公开表示对创业板单独分层设立的计划，在几次上报的注册

制改革方案中也讨论取消股票发行的持续盈利条件、降低小微企业和创新型企业的上市门槛。

表 4. 证监会关于创业板建立专门层次的有关公开发言

时间	发言人	媒体	核心相关内容
2014 年 1 月 22 日	证监会主席 肖钢	人民日报	《健全多层次资本市场体系》: 在创业板建立专门层次, 允许尚未盈利但符合一定条件的互联网和科技创新企业在创业板发行上市, 并实行不同的投资者适当性管理制度。
2014 年 5 月 30 日	证监会新闻发言人 张晓军	证监会新闻发布会	证监会研究在创业板建立单独层次, 支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市。
2014 年 6 月 27 日	证监会新闻发言人 张晓军	证监会新闻发布会	证监会正在研究股票发行注册制改革方案, 计划今年底以前提出具体方案。注册制改革的实施, 要以修订《证券法》为前提。
2014 年 10 月 30 日	中国证监会主席助理 张育军	深交所“加快创业板改革, 服务创新驱动战略”的创业板五周年论坛	中国证监会正在积极研究在创业板设立专门层次, 支持尚未盈利的互联网企业、科技创新企业上市, 进一步拓展创业板对创新经济、新兴产业的覆盖面。
2014 年 12 月 3 日	证监会副主席 姚刚	加快发展多层次资本市场主题座谈会	证监会按照中央的要求, 11 月底已将股票发行注册制改革的方案上报, 明年将公开征求意见, 讨论取消股票发行的持续盈利条件、降低小微企业和创新型企业的上市门槛。

数据来源: 人民网、证监会网站、新华网、国泰君安证券研究

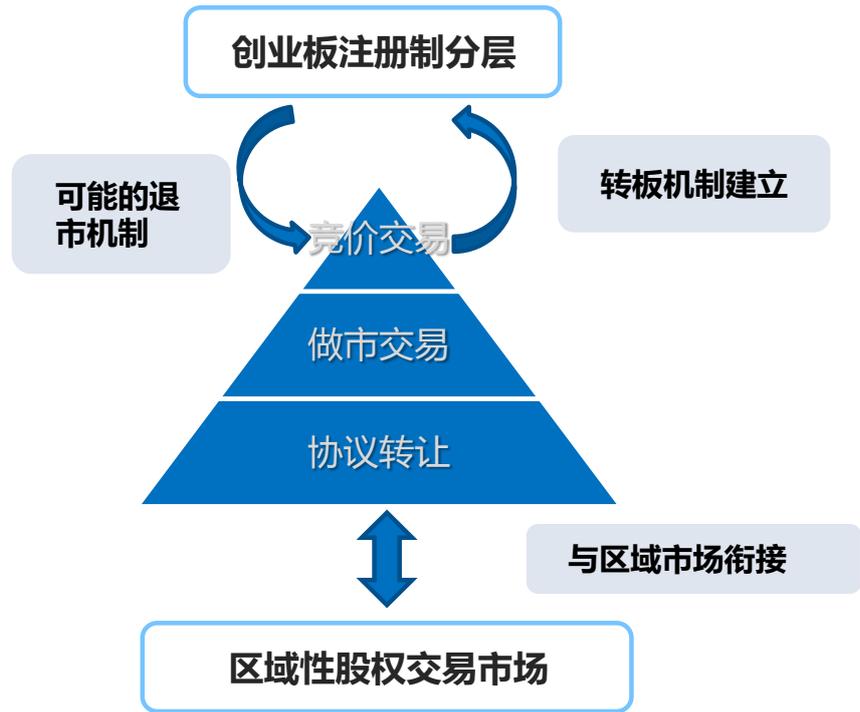
我们预计注册制草案可能会在上半年披露并公开征求意见, 而创业板单独分层将在 2015 年 6 月后实施。因为《证券法》的修改将在 2015 年 6 月份过三审, 按中国的立法程序, 任何一部法律的制定和修改都要通过全国人大常委会的三审程序后才能最后获得通过。我国现行的《证券法》第二章规定, 公开发行证券, 必须符合法律、行政法规规定的条件, 并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准; 未经依法核准, 任何单位和个人不得公开发行证券。

1.3. “未盈利互联网板块”与新三板转板对接

我们判断, 新股注册制、创业板的单独分层、新三板转板制度可能同步推进, 并同时聚焦于推出“未盈利互联网板块”。监管层建立创业板分层目的在于建设健全的多层次资本市场体系, 发挥市场配置资源决定性作用, 提高直接融资比重, 防范和化解经济金融风险。一方面加强新三板对中小微企业资本服务的同时提供向上层资本市场流动的可能, 另一方面也是希望能够吸引大量无法登陆主板市场而转投海外交易所的互联网企业在国内交易所上市。

支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在三板挂牌一年后到创业板上市。目前考虑到尚未盈利的互联网企业风险较大, 出于保护投资者合法权益, 提高企业规范运作水平的考虑, 因此支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在三板挂牌一年后到创业板上市。发展早期的企业需要经过三板市场的检验, 方能登陆创业板。

图 1. 创业板建立专门层次与新三板对接



数据来源：国泰君安证券研究

要实现合理有效的分层，核心在于与之相配套的上市制度、退市制度、差异化交易机制、不同的投资者门槛等。我们认为注册制是逐步推进的，最先的试行机制会是少量在新三板获得投资者认可的企业转板进入创业板单独分层。企业通过实质“注册制”登陆新三板，经历新三板的市场化检验，成功登陆创业板/主板市场，实现创业板的间接注册制。

最后想指出的是，通过设立“未盈利互联网板块”的单独分层，将场内、场内市场打通，可能只是过渡的方案。随着多层次资本市场制度建设的完善、注册制推进，不同交易场所的对接和流通将更为顺畅，市场将能够自由分配适合企业自身的资本平台。

2. 首批新三板潜在转板企业筛选

对比新三板与创业板挂牌/上市条件，核心差异在于财务指标的门槛。对新三板挂牌公司而言，没有盈利条件，没有对净资产、总股本、收入与现金等的财务要求。如果取消盈利指标的门槛，并要求新三板挂牌满一年(新三板挂牌公司的经营年限是依法设立且持续经营满2年)，那么新三板转板公司和创业板IPO公司的实质差异仅为200人股东人数的门槛。

表 5: 中国主板/中小板、创业板、新三板挂牌/上市的部分条件与差异

	新三板	创业板	中小板/主板
经营年限	依法设立且存续(存在并持续)满2年	依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司	依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司
股东人数	≤200, 直接挂牌; >200, 证监会核准	≥200	≥200
盈利条件	无	最近2年连续盈利, 最近2年净利润累计不少于一千万元; 或者最近一年盈利, 最近一年营业收入不少于五千万元。	最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元
净资产	无	最近一期末净资产不少于二千万元, 且不存在未弥补亏损	最近一期末不存在未弥补亏损
总股本	无	发行后股本总额不少于3000万元	发行前股本总额不少于3000万元/5000万元
收入与现金流	无	无	最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元; 或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元;
无形资产	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于70%。(公司法规定)	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于70%。(公司法规定)	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于20%
业务与持续经营	业务明确, 具有持续经营能力	发行人应当主要经营一种业务, 最近2年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化, 实际控制人没有发生变更	不得有如下情况: 发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化
公司治理	公司治理机制健全, 合法规范经营	具有完善的公司治理结构	
股权关系	股权明晰, 股票发行和转让行为合法合规	股权清晰, 控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷	股权清晰, 控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷
主办券商	推荐并持续督导(终身)	上市后三年一期督导, 再融资两年一期	上市后两年一期督导, 再融资一年一期

数据来源:《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》、《公司法》、国泰君安证券研究

我们认为优先转板到创业板的新三板企业需要满足以下几个方面的条件:

- 1) 取消盈利要求, 但出于投资者的保护对公司规模会适当考虑。
- 2) 选择在新三板成交活跃(做市), 挂牌满1年的企业。我们判断转板制度的实施将在2015年6月份之后, 考虑到证券法修改后制度细则的准备时间, 我们选取2014年9月1日之前挂牌的企业。重点在已做市企业中筛选, 包含尚未正式公告转为做市但已公告向做市商定增或协议转让的公司企业并补充少量潜在做市可能性较

- 大的企业。
- 3) 选择互联网和高新技术行业的企业，要求公司有较为明显的技术创新或商业模式创新优势。目前来看这些公司所处的行业包括：移动互联网传媒、互联网金融、第三方支付、新材料、车联网、多媒体平台、工业自动化、生物医学工程、物联网等。
 - 4) 充分考虑转板公司的股权分散度和交易流动性。

筛选出的 20 家公司包括：莱富特佰（垂直互联网）、联飞翔（汽车后市场/汽车快消品）、九恒星（互联网金融）、首都在线（IDC 和云计算）、卡联科技（线下电子商务）、新眼光（医疗设备数字化/医疗信息化）、光宝联合（无线增值服务）、点点客（数字营销）、四维传媒（数字出版/数字营销）、天阶生物（心脑血管疾病用药）、中搜网络（搜索引擎/移动互联网入口）、哇棒传媒（数字营销）、行悦信息（多媒体数字系统运营）、远大股份（数字化实验教具）、吉玛基因（基因生物制剂）、麟龙股份（互联网金融信息服务）、新产业（体外诊断）、基康仪器（工业 4.0）、先临三维（3D 打印）、银橙传媒（数字营销）。

表 6: 按四大指标筛选出的 20 家新三板公司名单

代码	简称	主营	2013 年营业收入 (万元)	2013 年净利润 (万元)	挂牌日期	是否做市 (截止 2014.12.31)
430081	莱富特佰	ABAB 小游戏、汽车点评网、手机中国网	10,743	1,335	2011 年 3 月	否
430037	联飞翔	滤清器产品、润滑油产品、健康饰品	12,780	2,583	2008 年 12 月	是
430051	九恒星	财务公司网上客户服务系统软件、财务公司证券投资管理系统、存款管理系统、集团企业财务公司票据管理系统、集团企业现金流预算管理系统等	15,974	3,156	2009 年 2 月	是
430071	首都在线	北京首都在线云主机、北京首都在线增值服务、北京首都在线主机托管服务	15,008	2,070	2010 年 8 月	是
430130	卡联科技	移动支付、电子商务: 软件系统研发运营服务、无线智能 POS 终端、线下电子商务平台营销、线下平台数字化产品	7,434	2,414	2012 年 7 月	是
430140	新眼光	新眼光视频分光器、新眼光视频适配器、新眼光数码裂隙灯、新眼光相关配件、新眼光医用 CCD 摄像机、新眼光医用采集卡	4,731	1,449	2012 年 9 月	是
430165	光宝联合	手机增值服务、手机游戏等	1,971	71	2012 年 11 月	是
430177	点点客	移动社交营销工具: 点点客单机版、点点客电商版、点点客企信港等	6,807	912	2012 年 12 月	是
430318	四维传媒	四维传媒商业资讯的数字出版服务、数字化绿色印刷、现代设计数字出版服务	26,249	2,618	2013 年 10 月	是
430323	天阶生物	心脑血管疾病用药	2,847	-100	2013 年 10 月	是
430339	中搜网络	中搜网络行业搜索服务、中搜网络企业互联网解决方案服务、通用搜索服务	19,236	-14,216	2013 年 11 月	否

430346	哇棒传媒	移动互联网广告: 哇棒传媒 SDK、哇棒传媒广告推送系统、哇棒传媒基于大数据的移动广告精准分析、投放系统等	3,059	514	2013年12月	是
430357	行悦信息	酒店互动系统: 行悦股份多媒体机顶盒、行悦股份多媒体液晶电视一体机、行悦股份酒店数字多媒体客房系统、行悦股份数字多媒体信息的运营服务	6,169	516	2013年12月	是
430511	远大股份	数字化信息系统实验室: 朗威 V7.0 软件、朗威便携式数据终端、朗威传感器数据显示模块、朗威传感器自动控制附件等	6,934	1,903	2014年1月	是
430601	吉玛基因	定制的小核酸及其相关基因产品、提供 RNA 干扰和 miRNA 检测等技术服务等	2,809	-253	2014年1月	否
430515	麟龙股份	麟龙期天大胜软件、麟龙投资顾问软件、麟龙选股决策系统软件	5,927	2,655	2014年1月	是
830838	新产业	全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂	37,812	14,127	2014年7月	否
830879	基康仪器	基康仪器精密传感器、基康仪器软件与物联网服务、基康仪器数据采集器、基康仪器智能传感终端	18,410	3,078	2014年7月	是
830978	先临三维	三维数字化及 3D 打印技术	9,231	606	2014年8月	是
830999	银橙传媒	银橙传媒 ADPush 精准营销平台	4,795	1,056	2014年8月	是

数据来源: 全国中小企业股份转让系统网站、Wind、国泰君安证券研究

3. 从海外映射到国内映射

海外映射（中美对比/美股映射）是证券主题投资的方法之一，特别是在 2013 年全球科技股牛市中颇为有效。海外映射通过对美股及海外市场的研究，并跟踪海外市场，捕捉、解读海外技术变革和新兴商业模式，来探索其潜在对应 A 股投资标的。随着 2015 年“未盈利互联网板块”的推出，我们认为 A 股公司（已经盈利）中有跟转板公司类似业务的，或者有一块业务相同的会受益于此。从海外映射到国内映射，“未盈利互联网板块”可能成为 2015 年重要的市场线索和主题。

3.1. 20 家新三板公司的 A 股映射标的

莱富特佰（430081）：垂直互联网

莱富特佰创立于 2007 年，中国领先的垂直互联网矩阵和整合营销服务提供商。公司是第一家在新三板上市的垂直互联网领域企业，旗下有手机中国、汽车点评和 ABAB 小游戏 3 家网站。百度是莱富特佰控股股东，目前持股 61.35%。

A 股相关标的包括：上海钢联（300226）：国内最大的钢铁行业垂直类 B2B 电子商务网站。三六五网（300295）：房地产垂直网站。东方财富（300059）：金融类垂直互联网。广联达（002410）：建筑行业垂直一体化服务商。焦点科技（002315）等。

联飞翔（430037）：汽车后市场/汽车快消品

公司主营环保节能滤清器和低碳长效润滑油，主要针对出租车、公交车等客户，正在积极开拓私家车市场。

A 股相关标的包括：德联集团（002666）：汽车售后维修市场。金固股份（002488）：汽车后市场配件电商。隆基机械（002363）：汽车后市场配件电商。庞大集团（601258）：4S 经销。

九恒星（430051）：互联网金融

公司是企业资金管理咨询与软件服务的提供商。目前已经为 200 多家集团企业、金融服务企业、公共服务企业提供了智能资金平台。2014 年 7 月，九恒星和天弘基金联手推出“星计划”资金管理增值服务，并在其资金管理系统平台上线“金在投资理财”模块。

A 股相关标的包括：恒生电子（600570）。金证股份（600446）。东方财富（300059）。晨鸣纸业（000488）：通过子公司上海利得财富资产管理有限公司开展互联网金融业务。

首都在线（430071）：IDC 和云计算

首都在线是北京地区 IDC 服务平台的领先企业之一，云计算 IAAS 服务提供商。公司为中小微企业提供触手可及的云计算服务，并在北京、上海、武汉、美国建有云平台。

A股相关标的包括：网宿科技（300017）、鹏博士（600804）、光环新网（300383）。

卡联科技（430130）：线下电子商务

公司专注于线下电子商务模式的探索，深挖线下用户服务入口，围绕社区化服务推出了“易淘客”社区化 O2O 生活服务公共平台；围绕商户营销服务推出了“百货宝”线下数字营销服务平台；卡联科技为行业合作伙伴提供运营管理、行业解决等系列服务。

A股相关标的包括：新大陆（000997）、新开普（300248）、新国都（300130）等。

新眼光（430140）：医疗设备数字化/医疗信息化

公司主营业务为向医疗机构提供设备数字化产品、医疗设备数字化系统集成服务及医疗信息化解决方案。包括：（1）医用光学器具、仪器数字化改造产品包括分光器系列、光学适配器系列、视频采集卡、倒像镜、激光防护镜等。（2）医用光学仪器影像存储、传输系统包括眼底数字影像系统、裂隙灯数字影像系统、手术显微镜录像系统、眼科无线医学影像存储和传输系统、高清 3D 手术录像系统、手术显微镜高清录像系统、高清手术录像无线直播系统及录像点播系统。

A股相关标的包括：华润万东（600055）、新华医疗（600587）、迪瑞医疗（300396）、和佳股份（300273）等。

光宝联合（430165）：无线增值服务

公司的主营业务是无线增值服务，即：与电信运营商合作，借助电信运营商的网络通道，通过短信、彩信、WAP、手机报、手机阅读和手机游戏等形式为用户提供多样化的信息和娱乐服务。

A股相关标的包括：拓维信息（002261）、北纬通信（002148）、人民网（603000）等。

点点客（430177）：数字营销

公司专注于新型移动社交营销工具的开发，是目前国内顶尖的微信第三方开发服务商，也是以移动互联网产品形态为代表的新锐企业。业务范围已经囊括：微信营销软件（含通用版及行业版）、微信代运营，微信定制开发、微信硬件（微打印机、微 wifi）及行业短信等。

A股相关标的包括：蓝色光标（300058）、省广股份（002400）、利欧股份（002131）、天龙集团（300063）、广博股份（002103）、明家科技（300242）等。

四维传媒（430318）：数字出版/数字营销

四维传媒致力于精准商业资讯，为连锁行业提供整体策略营销服务。公司基于自主研发的数字传媒技术系统平台，为客户提供数字内容技术服

务、移动互联应用、数字资产管理等整体解决方案。

A股相关标的包括：蓝色光标（300058）、省广股份（002400）、利欧股份（002131）、天龙集团（300063）、广博股份（002103）、明家科技（300242）等。

天阶生物 430323): 心脑血管疾病用药

公司现有产品覆盖心脑血管、内分泌、消炎抗菌等众多领域，涵盖颗粒剂、胶囊剂、片剂等多种剂型系列。公司目前正在研发的战略性核心产品重组人组织型纤溶酶原激活剂改构体“宜真通”已获得国家CFDA的临床批件，现已完成I、II期临床试验，预计2015年投放市场。

A股相关标的包括：天士力（600535）、益佰制药（600594）、以岭药业（002603）等。

中搜网络（430339): 搜索引擎/移动互联网入口

公司以第三代搜索引擎技术和微件（Widget）技术为基础，推出多个PC互联网及移动互联网应用平台，向用户及客户提供互联网信息搜索服务、搜索技术服务及其他相关服务。

A股相关标的包括：捷顺科技（002609）、新开普（300248）、海隆软件（002195）等。

哇棒传媒（430346): 数字营销

公司致力于提供专业的移动互联网广告全案策划，专注于为广告主提供精准、高效的广告投放，是中国领先的一站式全自动广告发布平台。业务涵盖主流WAP网络和优质客户端（软件、游戏、视频），支持多种广告形式（文字链、图片广告，插页全屏广告，内容相关广告，手机视频等），通过整合手机网络、应用程序和手机广告发布平台，为众多优秀品牌成功执行了大量的营销活动，并与很多品牌广告主及广告公司建立了深度和稳定的合作关系。

A股相关标的包括：蓝色光标（300058）、省广股份（002400）、利欧股份（002131）、天龙集团（300063）、广博股份（002103）、明家科技（300242）等。

行悦信息（430357): 多媒体数字系统运营

公司的主营业务为酒店客房数字多媒体系统平台产品的研发、销售和经济型连锁酒店数字多媒体信息的运营。主要产品及服务为多媒体液晶电视一体机、多媒体机顶盒、酒店数字多媒体客房系统和数字多媒体信息，能够为酒店提供硬件和软件相结合的客房数字多媒体系统平台产品，在销售给经济型连锁酒店产品时，公司可以获得一定年限的客房数字多媒体系统平台运营权，为酒店住客、品牌商、广告商等多方提供互动的平台增值服务。

A股相关标的包括：联建光电（300269）、新文化（300336）、粤传媒（002181）等。

远大股份 (430511): 数字化实验教具

公司主营产品是朗威®数字化信息系统实验室。朗威®DISLab 包含理、化、生、地、科等传感器，以及数据采集器、实验教学软件和配套实验器材，依托计算机平台构建了快捷、准确、高效的智能化实验数据采集分析系统，替代和超越了传统实验装置和仪器仪表，大幅度提高了实验质量和实验效率，显著扩展了学生的实验操作空间。该系列产品为上海二期课改量身定做，并获得教育部和人民教育出版社的大力推广，支持基础教育阶段全方位理科实验教学。截止目前，全国 32 个省、市、自治区的 5000 多所中小学及高等师范院校已成为朗威®产品的忠实用户。A 股相关标的包括 GQY 视讯 (300076) 等。

吉玛基因 (430601): 基因生物制剂

公司主营以 RNA 干扰技术为基础的基因类生物制剂的研发、生产及应用等业务。主要收入来自于销售按客户要求定制的小核酸及其相关基因产品、提供 RNA 干扰和 miRNA 检测等技术服务等，客户主要是高校、研究所和大型医院。A 股相关标的包括达安基因 (002030)、华神集团 (000790) 等。

麟龙股份 (430515): 互联网金融信息服务

公司主要从事证券软件研发、销售及系统服务，向投资者提供金融数据、数据分析服务及证券投资咨询服务。产品包括麟龙选股决策系统软件 (包括“至尊版”、“专业版”、“普及版”)、期天大胜股指期货软件 (包括“机构版”、“精英版”、“专业版”)、以及证券投资咨询服务。公司产品的客户主要是广大的个人投资者为主。A 股相关标的包括大智慧 (601519)、同花顺 (300033)、东方财富 (300059) 等。

新产业 (830838): 体外诊断

公司主营业务是研发、生产及销售系列全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂，是国内该领域的领先者。产品主要用于提供疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病预测的诊断信息。覆盖了国内 1300 多家医院、400 多家计生中心、超过 45 家体检中心。A 股相关标的包括利德曼 (300289)、科华生物 (002022)、迪瑞医疗 (300396) 等。

基康仪器 (830879): 工业 4.0

基康仪器的产品与服务分为精密传感器、数据采集仪器、智能传感终端以及基于精密传感器的行业应用提供软件与物联网服务四大系列。所提供产品可广泛应用在电力和能源、国土资源和环境、水利、交通和其它多个领域。A 股相关标的包括国电南瑞(600406)、汉威电子 (300007)、科远股份

(002380)等。

先临三维 (830978): 3D 打印

公司是三维数字化及 3D 打印装备及服务一体化解决方案提供商，产品开发从文创领域向工业制造领、生物医疗领域、教育科研领域拓展。近几年在原有产品线基础上先后开发出适用于工业小零件、牙齿、珠宝、首饰等精细物体的全自动三维扫描仪，适用模型和模具快速制作的工业级 3D 打印机，以及为生命科学和材料科学等领域的研究者提供新的研究工具的生物细胞 3D 打印机等新产品，初步形成了较为齐全的产品体系和较强的服务能力。

A 股相关标的包括中航重机 (600765)、亚太科技 (002540)、光韵达 (300227)、银邦股份 (300337) 等。

银橙传媒 (830999): 数字营销

公司依托于 ADPush 平台、YCloud 大数据分析系统及自有媒体资源，专注于为广告主、广告代理商提供精准、高效的互联网广告投放；公司目前已拥有的媒体资源可以实现日覆盖 2.1 亿独立用户、月覆盖 85% 的互联网用户，是中国领先的互联网广告投放服务提供商

A 股相关标的包括：蓝色光标 (300058)、省广股份 (002400)、利欧股份 (002131)、天龙集团 (300063)、广博股份 (002103)、明家科技 (300242) 等。

3.2. 国内映射推荐组合

“未盈利互联网板块”主题股票推荐组合：科远股份 (002380)、东方财富 (300059)、德联集团 (002666)、网宿科技 (300017)。

科远股份 (002380): 可比新三板公司基康仪器 (830879)。近几年科远股份传统主业增速放缓，公司积极进行战略转型，在深耕机器人和智能制造领域后，未来将通过构造 C2M 商务平台布局工业 4.0 以加速转型步伐。

东方财富 (300059): 可比新三板公司莱富特佰 (430081): 垂直互联网、九恒星 (430051)、麟龙股份 (430515)。互联网金融开放步伐正在加快，我们认为东方财富围绕多渠道的互联网流量变现有望在 2015 年进入加速期，基金销售有望继续保持翻倍增长，互联网券商有望落地并带动业绩持续爆发。同时公司经过多年在券商等金融行业的经营，已积累大量用户和交易数据。一方面能有针对性的进行用户导流，另一方面可提高公司金融服务附加值，公司竞争力将显著提高。

德联集团 (002666): 可比新三板公司联飞翔 (430037)。公司积极拥抱互联网，打造汽配 B2B2C 平台，并依托现有经销商队伍做地面推广，预计未来 1-2 年终端销售网点数量将大幅扩张，从而拉动德联精细化工

产品在汽车后市场的销售，将成为公司新的业绩增长点。

网宿科技 (300017): 可比新三板公司**首都在线 (430071)**。我们认为云计算的普及将推动公司下一轮的成长。新成立的“绿色云图”致力于发展新一代 IDC 和云计算业务，或将为公司创造新的盈利增长点。新设立的海外子公司将平台拓宽至东南亚、欧洲，且更便于与国际 IT 巨头合作。

表 7: “未盈利互联网板块”主题股票推荐组合

公司代码	公司简称	目标价 (元)	评级	EPS				PE		
				2013A	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002380	科远股份	32.4	增持	0.32	0.40	0.60	0.87	67	45	31
300059	东方财富	51.0	增持	0.01	0.14	0.28	0.53	315	158	83
002666	德联集团	24.0	增持	0.50	0.56	0.68	0.93	29	24	17
300017	网宿科技	86.0	增持	0.76	1.43	2.41	3.32	48	28	20

数据来源: Wind、国泰君安证券研究。注: 市盈率按 1 月 20 日收盘价来算。**科远股份**盈利预测根据国泰君安中小盘报告《科远股份 (002380) 拥抱工业 4.0, 加速转型步伐》; **东方财富**盈利预测根据国泰君安计算机行业报告《东方财富 (300059) 基金销售爆发, 金融变现路越走越宽》; **德联集团**盈利预测根据国泰君安汽车行业报告《德联集团 (002666) 打造汽配 B2B2C 平台》; **网宿科技**盈利预测根据国泰君安计算机行业报告《网宿科技 (300017) 布局云计算 拓宽新视角》。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		