

**鸿鑫互联(835574)**
**新三板“实体工程+互联网”平台标杆企业**
**基本数据**

2016年7月6日	
收盘价(元)	10
总股本(百万股)	142.4
流通股本(百万股)	67.6
总市值(百万元)	1423.75
每股净资产(元)	1.26
PB	7.94

**财务指标**

	2014A	2015A	2106E	2017E	2018E
营业收入(百万)	302.22	548.39	822.59	1233.88	1604.04
净利润(百万)	-1.18	34.55	59.78	98.95	134.20
毛利率(%)	14.7%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
净利率(%)	-0.4%	6.3%	7.3%	8.0%	8.4%
EPS(元)	(0.03)	0.27	0.46	0.76	1.03
净资产收益率(%)	7.6%	18.9%	33.3%	55.2%	74.9%

**报告要点**

公司是一家专业建筑工程领域平台的互联网公司。专注于建筑门窗、幕墙、装饰等领域，主营业务具有实体工程及互联网平台服务业务。

公司2015年营业收入5.48亿元，同比大幅增长81.5%，归属母公司的净利润为3455万元，与去年相比亦大幅增长。2015年公司在传统业务商业模式上大胆创新，除自营项目外，正式实行会员业务模式，推行半年以来，业务拓展速度显著提升，因此致使营业收入大幅增加。

2016年6月，公司以标准二（高增长）进入新三板创新层，成为建筑装饰行业内成功转型“实体工程+互联网”平台的标杆企业。

我国建筑幕墙的年产量从2001年的1,600万平方米增至2013年的11,500万平方米，共增长了9,900万平方米，增长了6.19倍，年均复合增长率17.86%，已成为世界建筑幕墙第一生产大国。

**盈利预测及估值分析**

我们预计公司2016-2018年的营收总额为8.22亿元、12.33亿元、16.04亿元，归属母公司的净利润为5978万元、9895万元、1.34亿元。所对应的每股收益EPS分别为0.46元、0.76元、1.03元。合理估值为24倍左右市盈率，对应2016年预计净利润，其市值水平为14.34亿元。

**风险提示**

应收账款回收风险，竞争加剧的风险、房地产开发投资建设政策及房价变动的风险。

研究员：王振亚

[wangzhenya@wtneeq.com](mailto:wangzhenya@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

专注门窗幕墙领域的互联网平台企业 .....	1
2015 年业绩高速增长 新业务表现优异 .....	2
基于“互联网 + 建材”打造更具活力商业模式 .....	3
盈利预测 .....	5
估值分析 .....	6

## 图表目录

图表 1 公司门窗、幕墙产品展示.....	1
图表 2 滴滴工程线上功能模块.....	1
图表 3 鸿鑫互联股权结构图.....	2
图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势 .....	2
图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比 .....	3
图表 6 2001-2013 年我国建筑幕墙产量（万平方米） .....	3
图表 7 2015 年国内市场电动乘用车电池种类.....	4
图表 8 滴滴工程 APP 功能界面展示.....	5
图表 9 公司 2016-2018 盈利预测.....	6
图表 10 各公司现阶段市值及市盈率比较.....	6

## 专注门窗幕墙领域的互联网平台企业

公司成立于 2008 年，是一家专业建筑工程领域平台的互联网公司。专注于建筑门窗、幕墙、装饰等领域，主营业务具有实体工程及互联网平台服务业务。公司前身为经国家建设部审定批准，1998 成立的大型建筑装饰企业，拥有高级工程师、设计师、高级建筑师等技术管理人才 80 多人、技术工人 400 多人。在北京市通州区设有年加工能力 40 万平米的工厂。

公司实体工程业务主要为门窗以及幕墙的设计、生产与安装。依托原有工程实体的专业业务团队、强大的供应商整合能力、完备全面的业务流程和多年在业内积累的品牌优势，为业主提供设计方案、采购、制作、安装、管理等服务整体解决方案。

图表 1 公司门窗、幕墙产品展示



资料来源：公开转让说明书

互联网平台服务：建筑领域的移动互联网平台，为行业的从业人员及企业提供互联网电子商务技术服务及增值服务。公司打破传统建筑幕墙门窗模式，利用互联网技术，对一系列问题进行整合，开发出一款全新的致力于建筑工程领域的 B2B 管理平台——“滴滴工程”，又名“创业平台”，平台集企业资质、品牌、CRM、线上 OA 办公、线上 ERP、线上采购、资源整合于一体，实现创业者项目管理高效、安全并降低其成本。

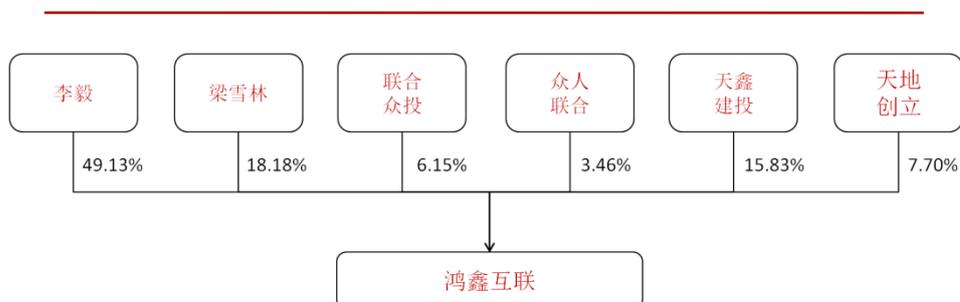
图表 2 滴滴工程线上功能模块



资料来源：公开转让说明书

公司于 2016 年 1 月挂牌新三板，2016 年 4 月完成首轮股票定增，募集资金 3960 万元，主要用于产品研发和市场开拓，扩建销售网络和补充流动资金等。2016 年 6 月，公司以标准二（高增长）进入新三板创新层，成为建筑装饰行业领域内成功转型“实体工程+互联网”平台的标杆企业。

图表 3 鸿鑫互联股权结构图

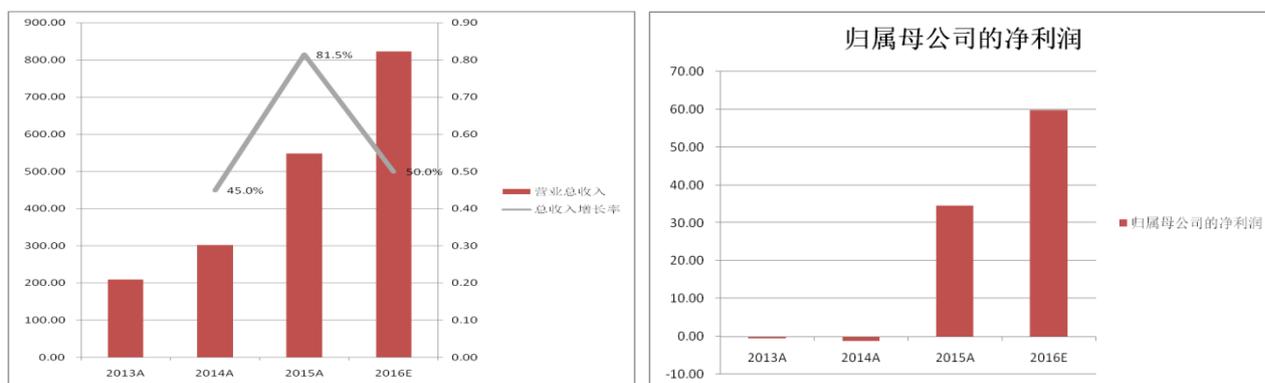


资料来源：公司公告

前十大股东之间，股东李毅、梁雪林、联合众投、众人联合为股份公司的发起人，股东李毅和股东梁雪林为夫妻关系且为一致行动人，联合众投和众人联合为李毅、梁雪林共同出资成立的合伙企业。公司控股股东为及实际控制人为李毅，梁雪林，二人已签署《一致行动人协议》

## 2015 年业绩高速增长 新业务表现优异

图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势



数据来源：choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 5.48 亿元，同比大幅增长 81.5%，归属母公司的净利润为 3455 万元，与去年相比亦大幅增长。2015 年业绩大幅增长的原因是，公司在传统业务商业模式上大胆创新，除自营项目外，正式实行会员业务模式，推行半年以来，业务拓展速度显著提升，因此致使营业收入大幅增加。

另外，公司业务多元化后，收入类型也更为丰富，在原有业务收入的基础上，新增“平台服务型收入”，新增收入类型主要包括：用户会员服务收入、集

中采购服务收入、金融信息服务收入和职业培训服务收入。

从成本方面看，随着互联网服务收入及会员收入的增加，公司综合毛利率近两年内有明显上升，目前毛利率接近20%，公司主营业务属于传统建材领域，整体毛利率与其他行业相比不高。

三大费用方面，随着公司总收入规模的扩大，最近几年管理费用占比明显下降，总体而言三大费用方面占比不高，基本上处于稳定的状态。

图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



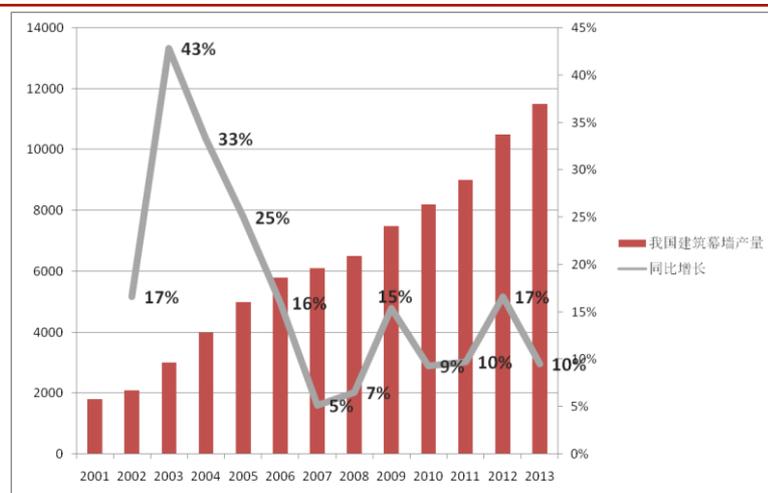
数据来源: choice 金融数据

## ■ 基于“实体工程+互联网”打造更具活力商业模式

20 多年以来，伴随着我国国民经济的持续快速发展和城市化进程的加快，我国建筑幕墙行业实现了从无到有、从外资一统天下到国内企业主导、从模仿引进到自主创新的跨越式发展，至 21 世纪初我国已经发展成为幕墙行业世界第一生产大国和使用大国。

“十二五”期初，全国 430 亿平方米的存量建筑当中，95% 以上为高能建筑；每年新建的房屋建筑面积占全世界 50% 以上，其中大部分也均为非节能建筑。而根据建筑行业“十二五规划”等政策，未来必须采用新型节能门窗，并对现有建筑门窗进行节能改造，是我国目前建筑业发展的主要趋势。

图表 6 2001-2013 年我国建筑幕墙产量 (万平方米)



资料来源：中国建筑装饰协会

我国建筑幕墙的年产量从 2001 年的 1,600 万平方米增至 2013 年的 11,500 万平方米，共增长了 9,900 万平方米，增长了 6.19 倍，年均复合增长率 17.86%，已成为世界建筑幕墙第一生产大国。近十年来行业增长比较稳定，同比增速维持在 15% 左右。

由于门窗幕墙行业市场化程度逐步提高，行业竞争日益激烈，行业整合效应将不断加剧，门窗、幕墙产业形成了集团化、规模化发展，大型龙头企业纷纷开始了转型之旅，开拓新的业务版图，选择纵向一体化（门窗、幕墙生产安装企业向原材料发展）和横向一体化（门窗、幕墙生产安装企业向内装发展）发展。新兴的互联网产业和各行各业形成了密不可分的现象，门窗、幕墙行业必须和互联网资源相结合才能突破目前的瓶颈，带来新的增长点，进入新的增长期。

图表 7 2015 年国内市场电动乘用车电池种类



数据来源：网络整理

公司的滴滴工程平台是公司核心管理平台，平台集企业资质品牌、CRM、线上 OA 办公、线上 ERP、线上采购、资源整合于一体。实现创业者项目管理：高效、降低成本、安全。为创业者提供建筑行业生态链一站式服务。

滴滴工程目前已有移动端产品，公司是中国第一家为建筑工程领域从创业者及企业提供移动互联网服务的 SaaS 型服务平台，以打造行业服务平台为核心，以移动互联网化管理与资本并购为手段，最大限度地整合优化关键环节资源，促进整个产业链实现卓越高效，令终端消费者更满意，并不断创造消费、引导消费。

平台通过为用户提供“3+2”的模块管理服务体系，包括管理信息化、品牌支持、集采、在线职业教育、供应链金融信息流管理、物流管理、现金流管理、工程管理、增值服务管理等服务，致力于解决用户在工程业务中“缺品牌、缺资源、成本高、资金安全、资金支付慢”等痛点，从而达到降低成本、提高效率、信息透明。

公司打造了工程领域第一个支持大众创业、实践分享经济的开放式服务平

台，同时开创了 7\*24 小时全天候工程项目管理新模式，将成为国内首家拥有独特的 B2B2C 模式的建筑工程互联网服务平台，成为中国乃至世界建筑装饰行业以资本运营为主业、轻资产化运营的领先企业。

图表 8 滴滴工程 APP 功能界面展示



数据来源：网络整理

## ■ 盈利预测

目前公司滴滴工程平台已初有成效，平台系统各大服务功能模块将如期上线，持续保持即时反馈、快速迭代，增强用户体验和粘性；在推广运营方面，将持续、稳健加大投入，创新推广方式，在快速获取有效用户的同时不断降低平均获客成本。另外会员业务模式也将带来大量的业绩增长。公司在 2015 年年报中明确提出未来三年复合增长率保持在 50% 的经营目标。保守估计 2016-2018 年营收增速分别为 50%、50%、30%。

综合以上观点，我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 8.22 亿元、12.33 亿元、16.04 亿元，归属母公司的净利润为 5978 万元、9895 万元、1.34 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 0.46 元、0.76 元、1.03 元。

图表 9 公司 2016-2018 盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>总收入合计</b>	<b>208.48</b>	<b>302.22</b>	<b>548.39</b>	<b>822.59</b>	<b>1233.88</b>	<b>1604.04</b>
总收入增长率		45.0%	81.5%	50.0%	50.0%	30.0%
<b>营业成本合计</b>	<b>179.49</b>	<b>257.83</b>	<b>445.33</b>	<b>668.00</b>	<b>1001.99</b>	<b>1302.59</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>13.9%</b>	<b>14.7%</b>	<b>18.8%</b>	<b>18.8%</b>	<b>18.8%</b>	<b>18.8%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>6.01</b>	<b>5.68</b>	<b>13.64</b>	<b>13.64</b>	<b>13.64</b>	<b>13.64</b>
<b>销售费用</b>	<b>6.52</b>	<b>3.23</b>	<b>4.87</b>	<b>7.31</b>	<b>10.96</b>	<b>14.24</b>
<b>管理费用</b>	<b>13.52</b>	<b>15.70</b>	<b>27.83</b>	<b>41.75</b>	<b>62.62</b>	<b>81.40</b>
<b>EBIT</b>	<b>2.94</b>	<b>19.78</b>	<b>56.72</b>	<b>91.90</b>	<b>144.67</b>	<b>192.16</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>3.26</b>	<b>4.02</b>	<b>6.77</b>	<b>6.77</b>	<b>6.77</b>	<b>6.77</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>投资收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>财务费用合计</b>	<b>3.00</b>	<b>4.01</b>	<b>4.59</b>	<b>4.59</b>	<b>4.59</b>	<b>4.59</b>
<b>营业利润</b>	<b>(3.32)</b>	<b>11.75</b>	<b>45.36</b>	<b>80.54</b>	<b>133.31</b>	<b>180.80</b>
<b>其他非经营性损益合计</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.26</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>利润总额</b>	<b>(3.31)</b>	<b>11.76</b>	<b>45.62</b>	<b>80.54</b>	<b>133.31</b>	<b>180.80</b>
<b>所得税</b>	<b>(2.47)</b>	<b>3.80</b>	<b>11.76</b>	<b>20.76</b>	<b>34.36</b>	<b>46.61</b>
<b>净利润</b>	<b>(0.84)</b>	<b>7.96</b>	<b>33.86</b>	<b>59.78</b>	<b>98.95</b>	<b>134.20</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>(0.31)</b>	<b>9.14</b>	<b>(0.69)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>归属母公司的净利润</b>	<b>-0.53</b>	<b>-1.18</b>	<b>34.55</b>	<b>59.78</b>	<b>98.95</b>	<b>134.20</b>
归母净利润增长率		123%	-3028%	73%	66%	36%

数据来源：梧桐理想、choice 金融数据

## ■ 估值分析

公司作为 O2O 标的在主板市场的对标公司为红旗连锁、天虹商场等，建材类对标企业为金螳螂、栋梁新材等。其中栋梁新材、江河集团、嘉寓股份与公司传统业务最为相近，栋梁新材为国内领先的铝合金门窗生产商，江河集团及嘉寓股份主要从事幕墙系统的生产和销售。结合这两方面的企业估值，保守起见我们将 40 倍作为公司基准市盈率，考虑到新三板的流动性不足，在此基础上扣除 40% 的流动性溢价，得到公司的合理估值为 24 倍左右，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 14.34 亿元。

图表 10 各公司现阶段市值及市盈率比较

	红旗连锁	天虹商场	金螳螂	栋梁新材	江河集团	嘉寓股份
市值 (亿元)	83	97	271	39	123	51
市盈率	41	22	15	51	27	46

数据来源：choice 金融数据

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

---

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

