投资评级 暂不评级 首次覆盖

点点客，抢占移动社交电商风口

股票数据

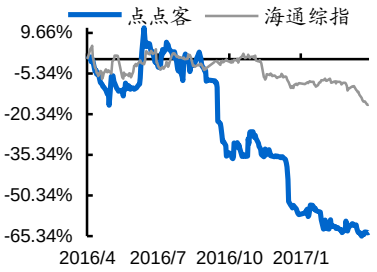
6 个月内目标价（元）	2.77
04 月 27 日收盘价(元）	2.77
52 周股价波动（元）	2.65-8.99
总股本/流通 A 股（百万股）	277/0
总市值/流通市值（百万元）	768/0

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	-15.0	601.6	19.1
市净率	2.9	2.9	2.5
市销率	2.09	1.10	0.73
EV/EBITDA	-15.1	84.0	11.5
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-3.8	-4.5	-16.6
相对涨幅（%）	-2.9	-4.5	-18.3

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **微信、微商和社交电商。**移动社交电商，是电子商务的一种衍生模式。它借助社交媒介（微博、微信等）传播途径，通过社交互动、用户自生内容等手段来辅助商品的购买，同时将关注、分享、互动等社交化的元素应用于交易过程之中，是电子商务和社交媒体的融合。

  近几年随着移动互联网特别是社交网络的快速发展，互联网媒体正逐步吞噬传统媒体的市场份额，移动社交商业异军突起。微信、微博为商业带来新的投放渠道，这一类社会化媒体拥有大规模用户基数，是未来企业最重要的市场之一。

- **从短信到微信，点点客始终专注服务中小企业。**点点客成立于 2007 年 12 月，专注移动社交营销，2012 年 12 月在新三板挂牌。公司同时满足三套新三板创新层标准，是首批创新层企业之一。

- **抢占移动社交电商风口。**公司为企业客户提供移动互联网营销工具 SAAS（Software-as-a-Service）服务，帮助企业通过管理运营微信、微博等社交软件实现移动社交营销，提高企业营销效率。

- 公司定位于“创新移动营销技术服务商”，业务范围随着客户需求不断延伸，目前业务包含三大战略板块：1） SAAS 工具服务：人人店、到店等。目前 SAAS 产品“人人店”、“到店”已经累计十万家商户。2）移动社交平台服务：人人电商。2016 年推出了“人人电商”平台，以“人人店”产品为入口，将企业聚集在平台中，介入交易环节。3）平台衍生服务：移动广告，互联网金融等。

- 公司近年来始终保持高速发展，2016 全年收入 3.70 亿元，同比增长 102%，由于投入加大全年亏损，但高投入带来的未来高速增长十分可期。

- **盈利预测和投资评级。**我们预计 2017 年公司将基本扭亏，2018 年开始稳定盈利，2017、2018 年公司 EPS 分别为 0.00、0.15 元。公司未来成长值得期待，但由于目前尚未盈利，暂不评级。

- **风险提示。**新三板流动性弱，公司直销拓展不及预期。

- **海通证券公司担任【430177 点点客】在全国中小企业股份转让系统的做市商。**

分析师:钮宇鸣
Tel:(021)23219420
Email:ymniu@htsec.com
证书:S0850511010040

分析师:孔维娜
Tel:(021)23219223
Email:kongwn@htsec.com
证书:S0850512070006

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	183.03	369.94	701.29	1056.58	1584.87
(+/-)YoY(%)	129.77%	102.12%	89.57%	50.66%	50.00%
净利润(百万元)	29.82	-51.48	1.29	40.51	60.76
(+/-)YoY(%)	100.91%	-272.67%	102.50%	3050.21%	50.00%
全面摊薄 EPS(元)	0.11	-0.19	0.00	0.15	0.22
毛利率(%)	71.80%	42.58%	39.37%	42.66%	42.66%
净资产收益率(%)	9.17%	-19.46%	0.48%	13.22%	16.55%

资料来源：公司年报（2015-2016），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

目　录

1. 微信、微商和社交电商 6
1.1 微信：是一个生活方式 6
1.2 微商：迅速崛起的低成本商业模式 7
1.2.1 微商崛起的原因 7
1.2.2 微商发展阶段 8
1.3 从工具到产业：移动+社交电商 8
1.3.1 移动社交电商快速发展 8
1.3.2 以“人”为中心的消费 9
1.3.3 营销精准化是未来大方向 11
1.3.4 移动社交电商服务平台 11
2. 点点客 12
2.1 从短信到微信，始终专注服务中小企业 12
2.2 创始人 80 后，掘金移动社交领域 13
2.3 三大业务逐渐布局 13
3. 抢占移动社交电商风口 15
3.1 根据客户需求，产品分为四大类 15
3.2 线上：人人店、微商易 15
3.3 线下 OTO：到店、熊猫优惠 17
3.4 闭环生态：从 SAAS 到移动社交电商 17
4. 核心竞争力 18
4.1 经销商变经销+直销，“银河军团”发力 18
4.2 组建大数据中心，实现精准营销 19
5. 财务状况 19
5.1 2016 年投入加大，全年亏损 19
5.2 各项财务指标 20
6. 盈利预测与投资评级 20
6.1 关键假设 20
6.2 估值 21
7. 风险提示 21
财务报表分析和预测 22

图目录

图 1 移动社交平台发展历程 6
图 2 微信发展历程 6
图 3 微信每月活跃用户达 8.89 亿 6
图 4 微信使用者的日均使用时间分布（%） 6
图 5 近八成用户关注了公众账号 7
图 6 超半数的用户将微信支付视作和传统支付同等重要 7
图 7 微信商业生态 7
图 8 2014-2016E 微商行业总体市场规模（亿元，%） 8
图 9 2014-2016E 微商行业从业人数（万人，%） 8
图 10 微商发展阶段 8
图 11 移动购物交易占比及增速（2011-2015，%） 9
图 12 移动社交商户规模（万户） 9
图 13 传统电商加大“社交”元素 9
图 14 移动社交电商消费者年龄分布（%） 10
图 15 移动社交电商消费者地域分布（%） 10
图 16 影响消费者购买的因素（%） 10
图 17 70%用户愿意分享购物 10
图 18 移动社交电商的优势 10
图 19 电商 3.0：移动+社交电商 11
图 20 点点客进军移动营销平台历程 12
图 21 点点客进军移动营销平台历程 14
图 22 公司历年收入业绩情况（2012-2016） 14
图 23 公司 2016 年收入构成（亿元） 14
图 24 人人店体系 16
图 25 人人店入驻商家案例 16
图 26 到店使用场景 17
图 27 人人电商生态圈 18
图 28 公司历年收入利润情况（2012-2016） 19
图 29 公司历年利润率情况（%） 20

图 30　公司历年费用率情况（%）.....20
图 31　公司历年周转指标.....20
图 32　公司历年现金流情况.....20

表目录

表 1 微信第三方平台代表 11
表 2 点点客前十大股东（2016 年报） 13
表 3 点点客四大类产品 15
表 4 人人店价值提升案例 16
表 5 熊猫优惠产品功能 17
表 6 挂牌以来历次融资情况 21
表 7 可比公司估值 （2017 年 4 月 27 日） 21

1. 微信、微商和社交电商

近几年随着移动互联网特别是社交网络的快速发展，互联网媒体正逐步吞噬传统媒体的市场份额，移动社交商业异军突起。微信、微博为商业带来新的投放渠道，这一类社会化媒体拥有大规模用户基数，是未来企业最重要的市场之一。

图1 移动社交平台发展历程

资料来源：2015 中国微信营销研究报告，海通证券研究所

1.1 微信：是一个生活方式

每个时代都有每个时代的产品，微信就是中国移动社交时代最典型的案例。2011 年初微信面世，经过近六年的发展，目前微信已是全球每月活跃用户最高的移动社交工具。

图2 微信发展历程

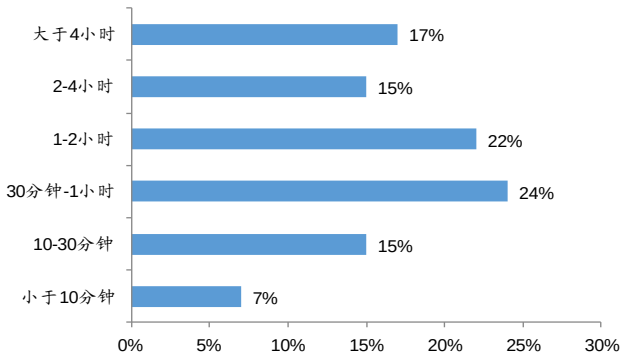
资料来源：微信 APP 各版本说明，海通证券研究所整理

根据腾讯发布的 2016 微信用户报告，截止 2016 年中，微信的每月活跃用户已达到 7 亿人，公众平台汇聚超过 1000 万公众账号，有 61%的用户平均每天打开微信 10 次以上。

图3 微信每月活跃用户达 8.89 亿

资料来源：2016 腾讯控股（0700.hk）年报，海通证券研究所

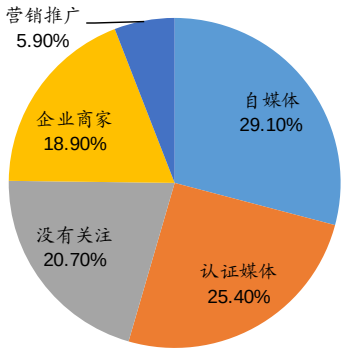
图4 微信使用者的日均使用时间分布（%）



资料来源：2016weChat 用户报告，海通证券研究所

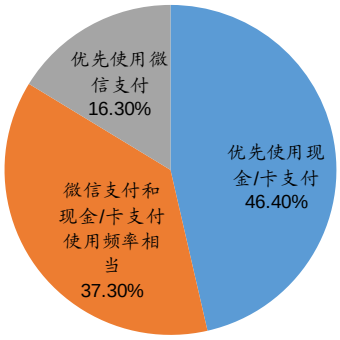
在拉动消费方面，中国超过 80%的高资产净值人群都在使用微信，微信支付累计绑卡用户超过 2 亿，2016 前 10 个月微信直接带动的信息消费规模接近 1000 亿元；此外，微信还拉动了游戏、公众平台等间接消费。

图5 近八成用户关注了公众账号



资料来源：2016weChat 用户报告，海通证券研究所

图6 超半数的用户将微信支付视作和传统支付同等重要



资料来源：2016weChat 用户报告，海通证券研究所

微信已不再是简单的社交工具，它涉及到生活的各个方面，已经成为了现代人的一种生活方式，更是整个社会的一个辅助系统，在这个系统中，每个 ID 都有一个对应的身份，可以订阅、点赞、分享、群聊。

图7 微信商业生态

资料来源：iResearch，海通证券研究所

1.2 微商：迅速崛起的低成本商业模式

随着微信的超快速普及和高用户粘性，催生了以朋友圈代购为代表的微商行业，并在近两年来形成了一股“微商热”。据《2016 中国微商行业发展研究报告》，2015 年微商行业总体市场规模达到 1819.5 亿元，预计 2016 年将达到 3607.3 亿元。

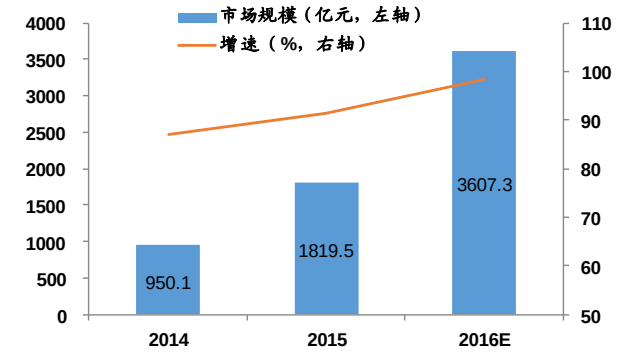
1.2.1 微商崛起的原因

我们认为，微商迅速崛起主要有以下两个因素：1）目前的淘宝平台，商家开店的营销成本越来越高，小卖家赚钱的黄金时代已经过去，甚至目前盈利都并未易事。根据艾瑞咨询的数据，淘宝网每 100 元的流水中，其中 33 元变成了首页导流和搜索引擎优

化的营销投入；因缺乏财力，90%传统商家难以获得导流机会。

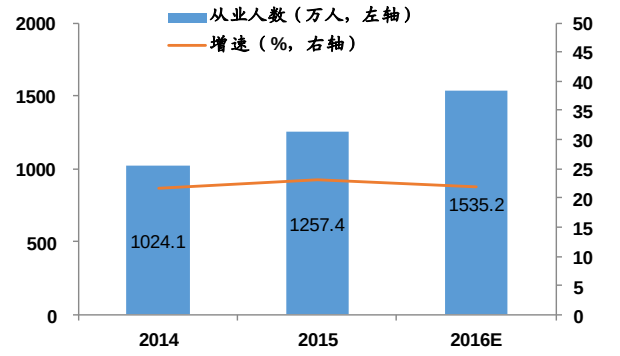
2）微信、微博等社交平台用户暴涨，让微商有了广大的客户群基础；此外平台发布信息完全免费，且朋友圈操作便捷；61.4%的用户每次打开微信是都会浏览朋友圈，微商传达信息快速有效。

图8 2014-2016E 微商行业总体市场规模（亿元，%）



资料来源：2016 中国微商行业发展研究报告，海通证券研究所

图9 2014-2016E 微商行业从业人数（万人，%）

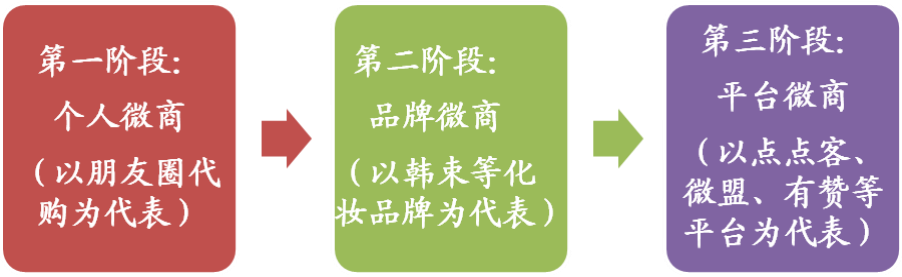


资料来源：2016 中国微商行业发展研究报告，海通证券研究所

1.2.2 微商发展阶段

微商从初期的朋友圈代购，已逐渐向管理规范的平台型微商发展。微商平台可以为微商提供 B2C 或者 C2C 推广，实现平台、卖家买家都得益的低成本商业模式，目前微商平台的代表有点点客、有赞等。

图10 微商发展阶段



资料来源：2016 中国微商行业发展研究报告，海通证券研究所

1.3 从工具到产业：移动+社交电商

“社交”是目前人们互联网生活的主要形态，基数庞大并且还在不断量级递增的用户群是移动社交电商发展的基础与支撑。

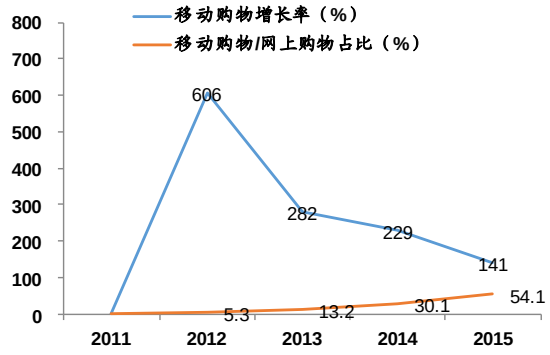
1.3.1 移动社交电商快速发展

移动社交电商，是电子商务的一种衍生模式。它借助社交媒介（微博、微信等）传播途径，通过社交互动、用户自生内容等手段来辅助商品的购买，同时将关注、分享、互动等社交化的元素应用于交易过程之中，是电子商务和社交媒体的融合。

自 2013 年起，社交电商行业发展迅猛，到 2016 年整体商户已超过 1000 万户，预

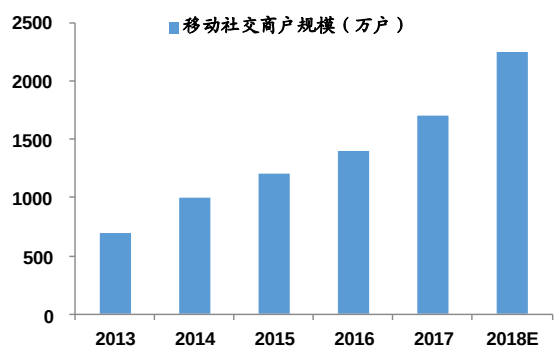
计到 2018 年商家规模有望突破 2000 万，整体市场规模在约达到 1 万亿。

图11 移动购物交易占比及增速（2011-2015，%）



资料来源：易观智库，海通证券研究所

图12 移动社交商户规模（万户）



资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

在此背景下，传统电商也纷纷加大了“社交”元素，淘宝、京东、唯品会等传统电商开始强调“社交”对于电商的新价值。

图13 传统电商加大“社交”元素

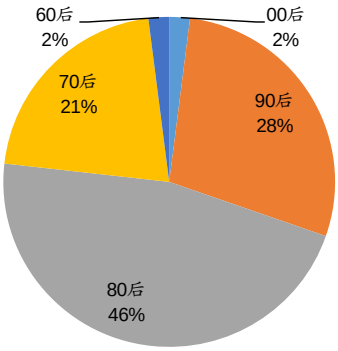
资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

1.3.2 以“人”为中心的消费

在社交电商中，“人”的重要性的越来越突出，人人皆有流量资产，移动技术使得这些流量可以裂变为用户、收入和销售网络，流量资产可以快速增值。

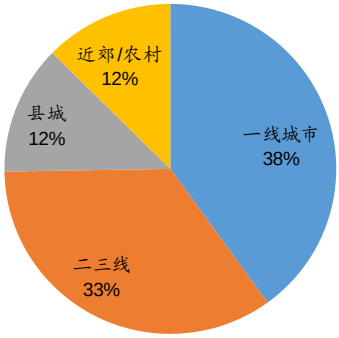
根据 2016 移动社交电商行业数据报告，目前 80/90 后是社交电商的主要消费人群，主要分布在一、二线城市，未来随着移动网络的进一步普及和渠道下沉，社交电商有很大的渗透潜力。

图14 移动社交电商消费者年龄分布（%）



资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

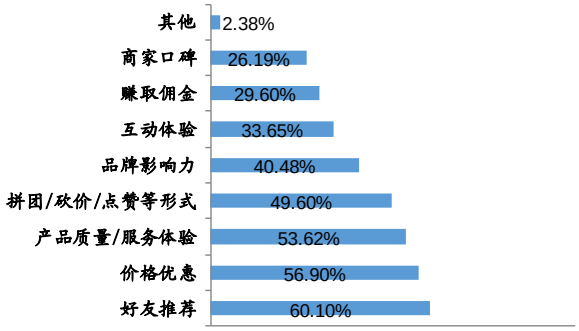
图15 移动社交电商消费者地域分布（%）



资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

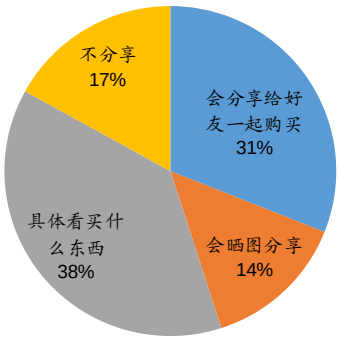
有超过60%的消费者是因为好友推荐、分享而产生的购买行为；朋友圈、微信群的图文消息是购买的主要途径。商品的口碑、价格、质量是社交电商消费者关心的前三大因素，在这个平台上，基于“人”的信任分享是基础。

图16 影响消费者购买的因素（%）



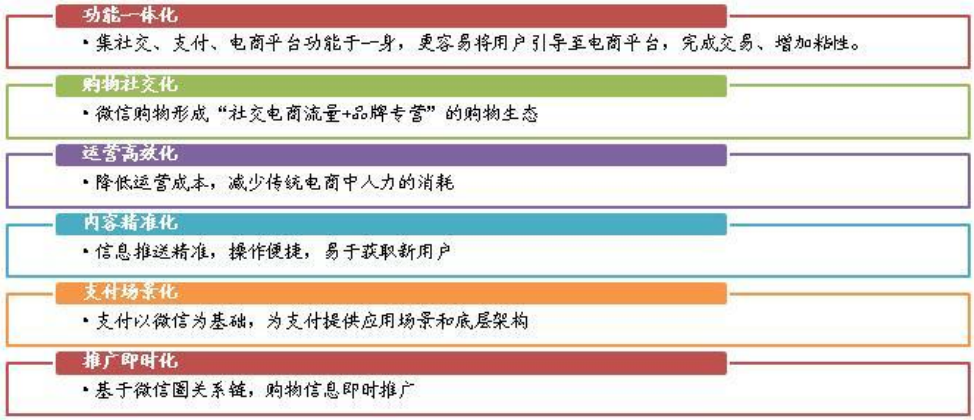
资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

图17 70%用户愿意分享购物



资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

图18 移动社交电商的优势



资料来源：海通证券研究所

“以用户为中心”成为社交电商与传统电商生态中的核心差异。移动社交电商是一种购物生态，在用户粘性方面具有天然的优势，社交电商以用户为中心，在用户流、资讯流基础上实现商流。

1.3.3 营销精准化是未来大方向

微信、QQ 等平台提供了各种各样的接口，使得商家可以自主开发和接入各种工具，实现对用户的管理以及用户数据的深度识别和挖掘，从而培养用户购物行为。随着用户流量的增多，通过对社交数据、用户数据、电商数据的采集和分析，能够更好的匹配商户和用户需求，实现价值数据输出。

在未来，营销精准化是移动社交电商产品的重要方向：1）针对性：以“用户为中心”，细分人群与社群，有针对性的提供符合人群属性的商品和服务；2）可定制性：能够满足用户个性化需求的定制化商品和服务；3）主动性：主动感知不同用户的个性化信息需求并将用户所需要的信息及时推送给用户；4）智能性：根据用户的习惯和爱好建立用户模型，实现智能推荐和过滤。

图19 电商 3.0：移动+社交电商

资料来源：2016 移动社交电商行业数据报告，海通证券研究所

1.3.4 移动社交电商服务平台

移动电商服务，是为移动社交电商提供工具、平台、移动广告业务、互联网金融等第三方服务的平台企业。为中小企业提供 B2C 或者 C2C 推广，实现平台、卖家买家都得益的低成本商业模式，目前平台的代表有点点客、微盟等。

表 1 微信第三方平台代表

名称	成立时间	代表产品	收入（2016，万元）	利润（2016，万元）
道一信息	2004 年	企微云平台	7921	689
随视传媒	2006 年	“易维城”、“趣摇”	10444	-2246
点点客	2007 年	“人人店”+“人人电商”	36993	-5148
微巴（点点客收购）	2013 年	微巴平台	6110（2015 年）	1499（2015 年）
微盟	2013 年	微盟旺铺	18（2015 年）	-4.85（2015 年）

资料来源：各公司官网、年报，海通证券研究所
注：海通证券公司担任【430177 点点客】、【430240 随视传媒】在全国中小企业股份转让系统的做市商

2. 点点客

点点客成立于 2007 年 12 月，专注移动社交营销，2012 年 12 月在新三板挂牌。公司同时满足三套新三板创新层标准，是首批创新层企业之一。

公司为企业客户提供移动互联网营销工具 saas 服务，帮助企业通过管理运营微信、微博、易信、百度直达号等社交软件实现移动社交营销，提高企业营销效率。目前已经累计十万家商户，2015 年公司开始涉足移动电商平台服务。

2.1 从短信到微信，始终专注服务中小企业

点点客创立之初就从事移动信息产品的开发，在当时手机用户数量爆发式增长和 3G 技术普及、移动信息产品市场增长迅速的背景下，点点客选择了短信彩信业务为经营重心，为企业用户提供自主研发的各类短信应用软件。服务的企业客户覆盖金融、交通运输、电子商务、零售商贸、文化传媒、公共服务等诸多行业领域。其中针对淘宝卖家，点点客专门开发了一款软件，协助卖家处理订单信息等。

图20 点点客进军移动营销平台历程

资料来源：公司官网，海通证券研究所

2013 年公司进入微信开发领域，推出整合微信营销和易信营销的移动社交软件；2015 年转型移动电商，并购微巴后凭借销售企业公众号模板软件和微商模板软件“人人店”，创下了 1.83 亿的营收和 2982 万元的净利润。

从短信业务到进入微信开发领域，点点客专注服务于中小型企业，对中小型企业客户的需求理解较深。

2.2 创始人 80 后，掘金移动社交领域

董事长黄梦是公司创始人，1980 年出生，创业之初着重于短信彩信业务；在意识到原有业务的天花板之后开始转型到移动社交领域的工具开发，是典型的 80 后创业者。

黄梦、胡敏夫妻共持有公司 32.35%的股份，是公司的实际控制人。

表 2 点点客前十大股东（2016 年报）

股东名称	股东性质	持股比例（%）	股本性质
黄梦	个人	24.76	流通股,限售流通股
刘毅	个人	7.63	流通股,限售流通股
胡敏	个人	7.59	流通股
上海艾云慧信创业投资有限公司	投资公司	6.49	流通股
浙江红土创业投资有限公司	投资公司	4.03	流通股
金园	个人	3.90	流通股
上海张江浩成创业投资有限公司	投资公司	3.81	流通股
徐张生	个人	3.73	流通股,限售流通股
詹晓康	个人	2.91	流通股,限售流通股
栾铁军	个人	2.21	流通股,限售流通股

资料来源：2016 年报，海通证券研究所

2.3 三大业务逐渐布局

公司定位于“创新移动营销技术服务商”，业务范围随着客户需求不断延伸，目前业务包含三大战略板块：

1）SAAS 工具服务：人人店、到店等

微伙伴是公司推出的基于微信的平台推广交易工具，帮助企业搭建营销平台；人人店、到店是在微伙伴基础上的衍生，基于微信公众号，设置了返佣分销系统。

2）移动社交平台服务：人人电商

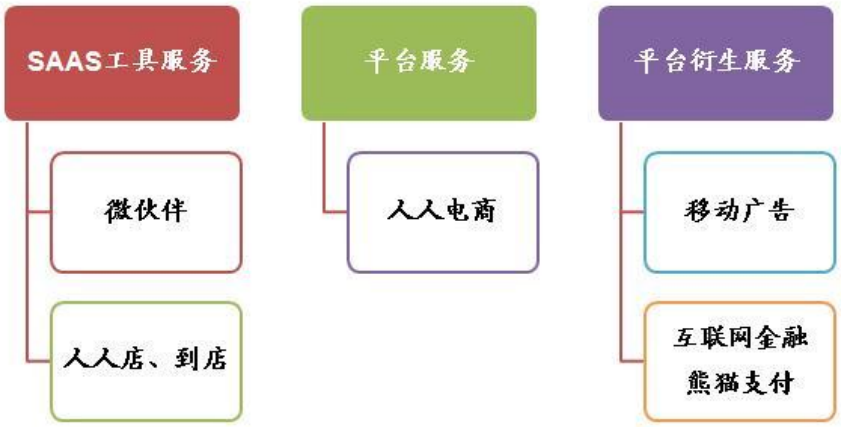
在帮助企业推广的同时，公司建立了电商平台，将企业聚集在平台中，介入交易环节。通过精准的数据分析匹配，提供针对性的增值服务，从而帮助企业提升交易量。

3）平台衍生服务：移动广告、互联网金融等

公司 2016 年组建了移动广告业务部门，开始打造自营移动广告平台，为企业提供广告出口。

未来随着平台上用户交易量的攀升，基于对用户交易数据的分析公司还将扩展至移动支付等互联网金融服务领域。

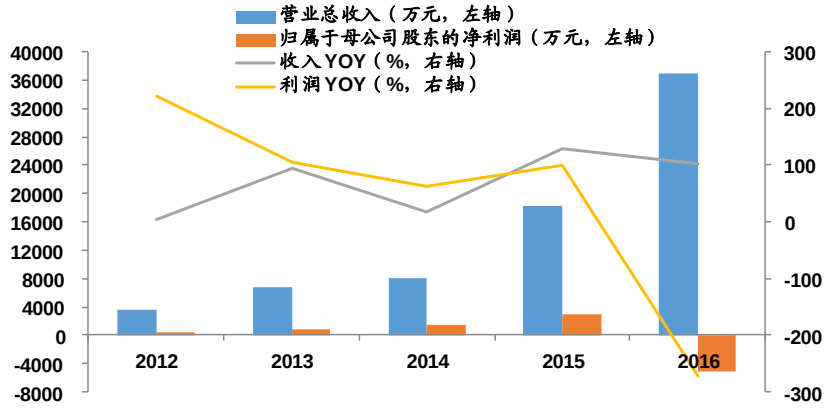
图21 点点客进军移动营销平台历程



资料来源：公司 2015 年报，海通证券研究所

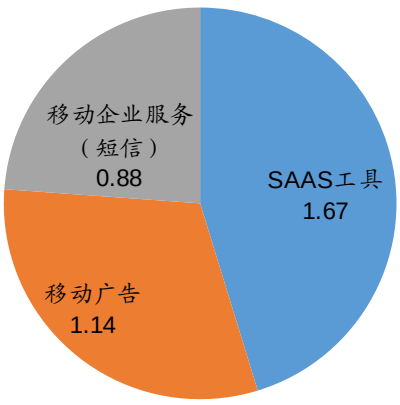
公司的收入来源主要来自于 SAAS 软件销售。2016 年，公司实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 102%；由于加大投入，2016 年归属母公司净利润亏损 5148 万元。

图22 公司历年收入业绩情况（2012-2016）



资料来源：wind，海通证券研究所

图23 公司 2016 年收入构成（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所

3. 抢占移动社交电商风口

3.1 根据客户需求，产品分为四大类

在战略框架内，公司根据具体不同类型的客户需求，将自身产品可以分为四大类。其中，微伙伴、人人店是客户量最大的产品。

表 3 点点客四大类产品

类型	产品名称	服务内容
商品电商 更适合于贩卖实体商品的商家	人人店	微信公众号的移动微商城分销系统 零推广费用，快速获取收入、客户和销售网络，帮助传统企业、电商、微商转型，建立移动电商营销网络，最大化的实现社交流量变现。
	微商易	为微商企业提供品牌、运营、团队管理、财务一体化解决方案，高效实现微商人、货、钱的一体化管理
	微小店	基于微信公众号建设，电商微信入门级应用。 具有商品管理，订单管理，会员管理，数据统计等功能。
O2O 服务电商 更适合于提供服务的实体店商家	到店	提高客流量和收入的营销利器。 实现去中心化流量，帮助商户经营自有流量；打通交易闭环，开启全网营销。具有沉淀用户、用户复购、裂变营销、会员管理、营销推广、大数据分析等功能。
	微伙伴	包罗万象的操作平台，可以不限行业地满足用户对微信平台的基本使用需求，通过展示、推广、互动、成交等各个环节快速进入微信营销轨道。
	熊猫优惠	涉水移动支付、支付营销管理、商圈管理领域，拥有熊猫支付、熊猫伙伴、熊猫商圈、熊猫金融等产品线，全方位的覆盖线下商户及消费者。
电商工具 更适合于需要展示功能的商家	云站	企事业单位手机、PC、微信三端建站工具。
	微排版	简易排版工具，多种图文编辑效果，随意搭配各种精美文章排版。
	微海报	免费指尖海报，可以设置动画效果、添加背景音乐，10 分钟生成微信炫酷海报。
微信营销广告推广 更适合于需要投放广告的用户	品牌推广	在移动互联网环境下，提供多种形式、多种渠道的广告投放，提高品牌知名度和影响力。
	效果营销	增加在线销量，获得潜在销售机会，高效实现营销目标。
	广告投放	在移动广告领域，整合了广点通、朋友圈广告、公众号广告、OTV 广告、移动 DSP 广告等多种平台，海量媒体资源。

资料来源：公司官网，海通证券研究所

3.2 线上：人人店、微商易

对于没有实体店的微商，公司开发了人人店、微商易两款产品来为商户实现推广和分销管理。

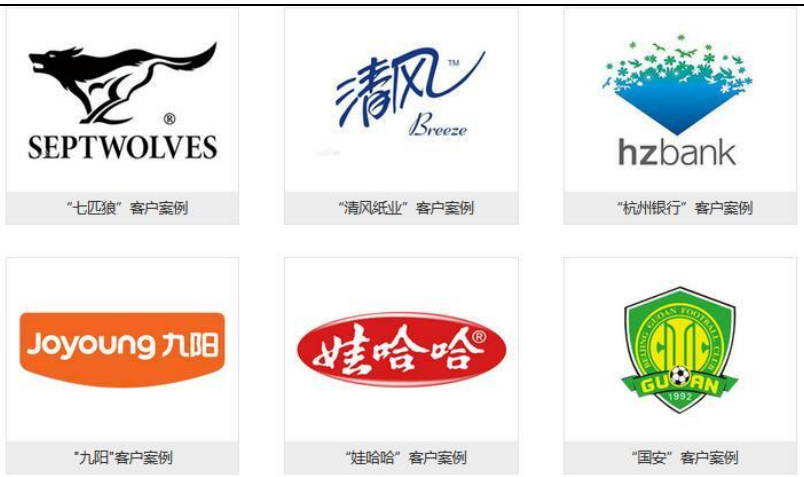
人人店是一款微信分销系统，帮助微商和传统企业、电商进行推广，并管理多层级分销系统，建立属于自己的移动电商营销网络。它采用一键开分店的形式，不需要分销商上传商品、管理库存、发货，分销商只需负责售卖商品即可。

优势：在传统的电商平台，商家需要通过购买流量使其能够在平台首页或者搜索时排名前列，这类费用对于小商家占据了大部分成本。而人人店的费用是固定每年收取的，商家可以通过相对较低的成本来给自己导流。比如，书虫大侠（淘宝商户）在人人店的帮助导流下，每个月的销售额达到了上千万。

图24 人人店体系

资料来源：人人店宣传资料，海通证券研究所

图25 人人店入驻商家案例



资料来源：公司官网，海通证券研究所

微商易是一款财务货品管理软件，为微商提供分销中的人、钱、货一体化管理。在无软件的情况下，微商分销可能会产生窜货、返佣错误、销售价格不统一等问题，微商易可以给商户提供财务返佣自动结算，扫码发货、防止窜货等服务；此外还内设了多种预设的返利发展模式，企业可根据自身情况来选择拓展模式。

表 4 人人店价值提升案例

企业名称	加入人人店后营业额提升
葫芦弟弟	一家专注于电子商务平台运营的图书创作、出版、发行营销的企业，是全国图书电商十强。葫芦弟弟介入点点客人人店后，上线仅 3 个月就完成了 1000 余万的销售额。
蟹湖湾	一家主要从事阳澄湖淡水产品的养殖、销售与开发的平台，此前一直通过传统线下渠道或者天猫平台进行销售，目前主推蟹湖湾品牌的阳澄湖大闸蟹上线人人店，通过微商平台进行社交型营销，短短一个月时间，在 0 粉丝的基础上实现单次活动 10 万的销售额，吸粉近 5000 人，在粉丝转化率和复购率方面与蟹湖湾之前的天猫平台、京东平台、1 号店平台等传统电商相比，均有大幅度的提升。
可俪美妆	可俪美妆是由湖南最大最专业的化妆品渠道电商“东欣电商”一手打造，入住移动社交电商人人店，上线三个月后，订单销售额突破 300 万，并且每天以近万单的数量在不断增长。

资料来源：公司官网宣传资料，海通证券研究所

3.3 线下 OTO：到店、熊猫优惠

到店是一款引流与营销一体的 OTO 工具产品，可以通过线下支付入口/WIFI/推广二维码等导入用户数据，并定期发放优惠留住用户；针对会员进行个性化促销，提高顾客回头率；同时借用社交平台，用一些优惠手段去促进已有的忠实用户去协助宣传门店品牌，让每个消费者成为推广员。

优势：线下商户比较有名的导流产品有美团、大众点评等，每年需要交固定的费用，但是实际客户还是留在了美团、大众点评的平台，并没有成为自己的客户。到店产品可以将传统消费中的浪费掉的流量回流，实现用户沉淀。

图26 到店使用场景

资料来源：公司官网，海通证券研究所

熊猫优惠：公司今年还涉水了移动支付领域，推出“熊猫优惠”免费供商户使用，熊猫优惠是集移动支付、支付营销管理、商圈资源整合的平台。预计到 2017 年底，免费试用熊猫优惠的商户将达到 30 万家，日交易 50-100 笔。

目前国内移动支付有很多种方式，包括支付宝、微信支付、QQ 钱包、百度钱包、京东钱包等，熊猫支付整合了这五大支付的二维码，通过一个 APP 就可以实现提现、对账等功能。消费者通过熊猫支付成为商家粉丝，熊猫伙伴通过社交营销帮助商家扩展用户。

表 5 熊猫优惠产品功能

内容	功能
熊猫支付	消费者扫描熊猫支付二维码，便可用“支付宝、微信支付、百度钱包”等工具完成支付。此外熊猫支付 APP 提供商家统一提现。
熊猫伙伴	消费者通过熊猫支付成为商家粉丝，熊猫伙伴通过丰富的营销工具，扩展用户、管理粉丝，并可将优惠活动同步到熊猫商圈。
熊猫商圈	以生活场景出发，打造年轻人的生活消费服务平台，多种优惠活动助力商家在线上获取额外的线下顾客

资料来源：公司官网，海通证券研究所

3.4 闭环生态：从 SAAS 到移动社交电商

公司在 2016 年推出了“**人人电商**”平台，以“人人店”产品为入口，将企业聚集在平台中，介入交易环节。通过在人人店获得的大量数据的分析基础上，提供针对性的

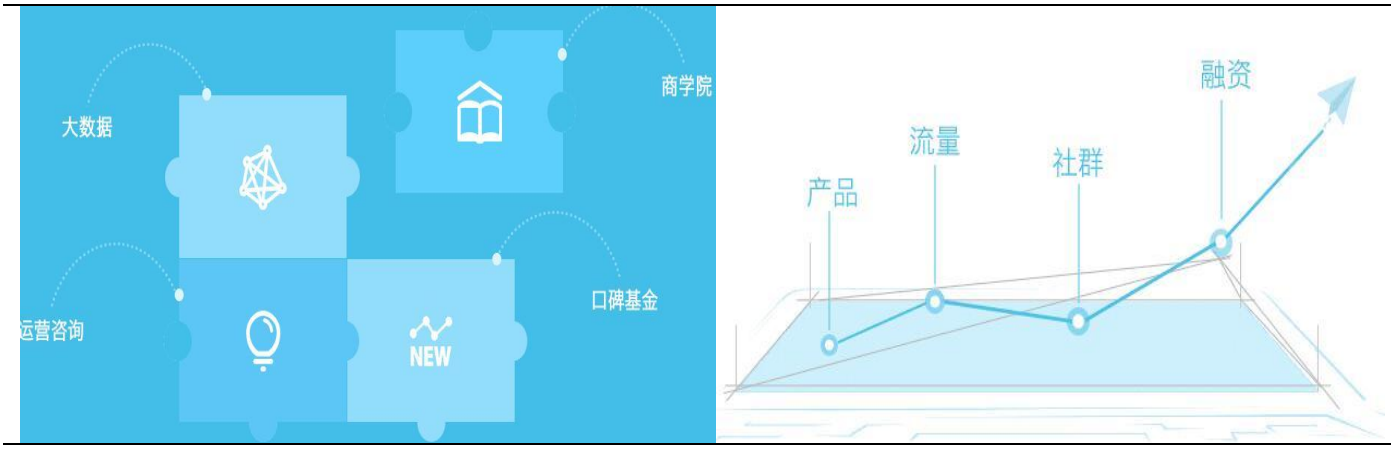
增值服务，帮助企业提升交易量。

人人电商采用“平台+基金”的架构模式，2015 年公司与深创投、红土基金签署了战略合作协议，将有不低于 15 亿可投资金投入移动电商领域，这就意味入驻人人电商的优秀商家将有更多的发展机会。此外，公司还通过设立人人电商学院、举办移动电商创业大赛等形式来为平台引流。

目前到店、人人店、微小店有了百万以上的商家总量，商户有很强的流量需求。2016 年初，公司成立移动广告业务成立，年底广告收入达到了 1.14 亿，其中大部分的广告客户来自于公司的自有平台，建立在点点客的生态圈之上。

通过平台积累的大量商家用户和交易数据，加上在熊猫优惠消费金融服务，未来公司可以打造一个完整的移动社交电商生态闭环。

图27 人人电商生态圈



资料来源：公司官网，海通证券研究所

4. 核心竞争力

4.1 经销商变经销+直销，“银河军团”发力

社交电商业务中，公司的客户以小商户为主。原有的经销商网络侧重于大客户，对中小客户覆盖不够，因此需要构建直营网络。2016 年公司有原本的经销商模式变为经销商+直销的模式，带来了销售业绩的大幅增加。

目前公司采取的销售策略为：一线城市全部直销；二线城市直销+代销，直销为主；三、四线城市直销+代销，“直营销售+渠道”的销售体系逐渐清晰，为未来市场占领打下了基础。

“银河军团”：公司从 2015 年开始打造了一支以 90 后为主力的直营销售团队“银河团队”。在团队扩张的高峰期，直销人员最高接近 2000 人，目前稳定在 700 人左右，主要覆盖一线城市及江浙沪地区。

从成本和收益的角度看，经销商网络人力成本极低，还可以获得大量预付款，是短期利润的重要来源，但长期来看经销商模式对于公司利润的贡献边际效益有限。而直营团队人力成本高，建立时间长、难度大。2016 年由于直销队伍的迅速扩大，公司全年销售费用同比增长了 3190%，在短期内肯定会影响公司利润，但却是公司长期发展的重要基础，是公司实现对全市场社交电商潜在商户的覆盖的战略的重要一步。

4.2 组建大数据中心，实现精准营销

从移动营销公司，再衍生到移动社交电商平台，公司迈入了一个新的领域。作为移动端产品，公司在用户粘性方面具有天然的优势。平台的构建使得商家能够通过即时沟通，优质的内容使得用户对品牌形成认知和忠诚度，大数据的分析可以实现用户管理以及用户数据的深度识别和挖掘，从而培养用户购物行为。

2016 年，公司新增大数据业务部门，引进了具有微软、Google、eBay 等大数据经验的专家。目前公司副总裁李新、点点客旗下人人电商 CTO 聂发如、人人电商架构师吕科皆是前谷歌、微软的核心大数据成员。

一方面，精准的大数据分析使得“人人电商”的平台商家交易、流量资产快速增值。根据公司发布的社交电商行业数据调研报告，2016 年 3 月至 9 月，人人店平台商户数实现同比增长 349%，用户数同比增长 15 倍以上；同期人人店总体订单金额同比增长 4.57 倍。人人电商运营平台推出近一年以来，累积 GMV20.51 亿，第四季度成交额比第一季度实现了近 3 倍的增长

另一方面，大数据对于成本的控制也很明显。公司销售人员通过行业网站、淘宝、美团等提供的信息挖掘客户，公司内部系统进行记录、划分，提高地推效率。在公司大数据系统的帮助下，找到合适的商户和地理位置、判断商户的发展期、匹配度等，推广人效可以提高 1 倍以上，获客成本大大降低。公司对大数据分析的前期高投入已初见成效。

5. 财务状况

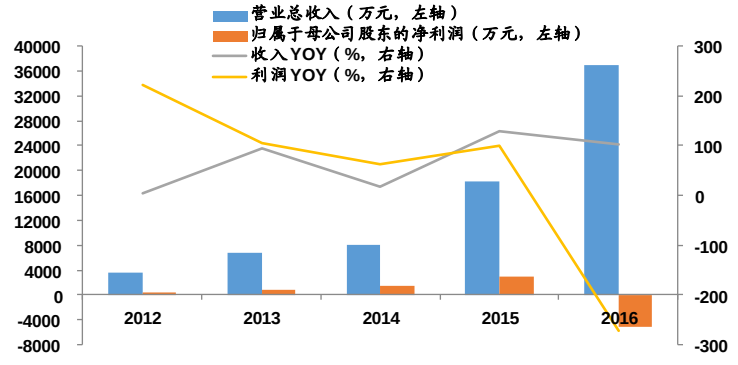
公司近年来始终保持高速发展，2015 年收入、归母净利润分别为 1.83 亿元、2982 万元，同比均翻倍以上增长。2016 全年收入 3.70 亿元，同比增长 102%，由于投入加大利润增速下滑，但高投入带来的未来高速增长十分可期。

5.1 2016 年投入加大，全年亏损

2016 年，公司营业收入 3.70 亿元，同比增长 102.12%；归属母公司净利润为-5148 万元。

受益于经销模式的转变，2016 年公司收入还是保持了持续快速增长；但同时也是在直销模式下，公司加大了人员投入、销售费用大幅上升；以大数据部门建立为代表的研发投入不断增加，各项费用汇总使得全年亏损。目前公司在全国直销体系已经基本布局完成，2017 年整体人员成本将趋于稳定。销售模式日渐成熟，为未来的业绩高增长打下了基础。

图28 公司历年收入利润情况（2012-2016）



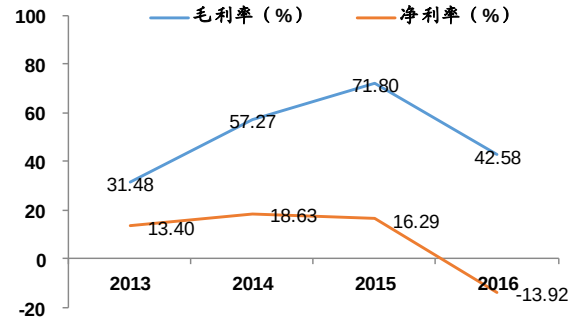
资料来源：wind，海通证券研究所

5.2 各项财务指标

利润率方面，公司 2013-2016 年一直保持着较高的毛利率水平；由于销售费用率的大幅上升，2016 年净利润率水平有所下滑；财务费用率一直为负，对公司未产生压力。

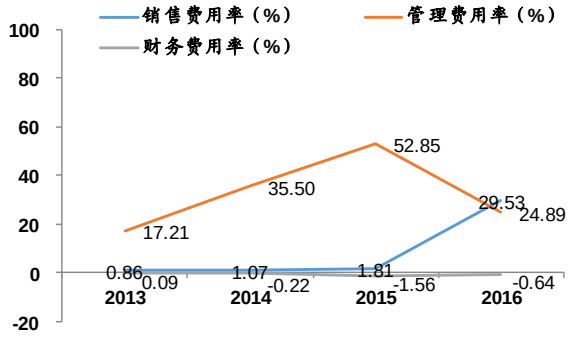
周转方面，公司往年应收账款天数逐年下降，周转情况一直在提升；经营性现金流状况较好。2016 年周转率下降、经营性现金流/营业收入比例下降与公司改变经销模式、加大投入有关。

图29 公司历年利润率情况（%）



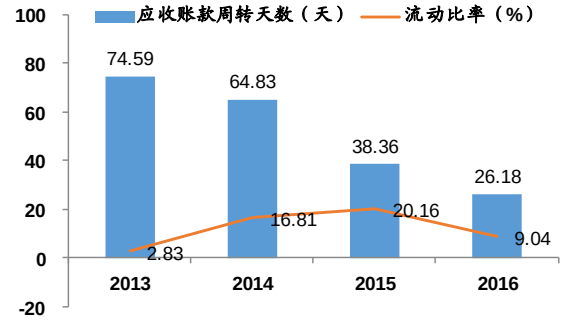
资料来源：wind，海通证券研究所

图30 公司历年费用率情况（%）



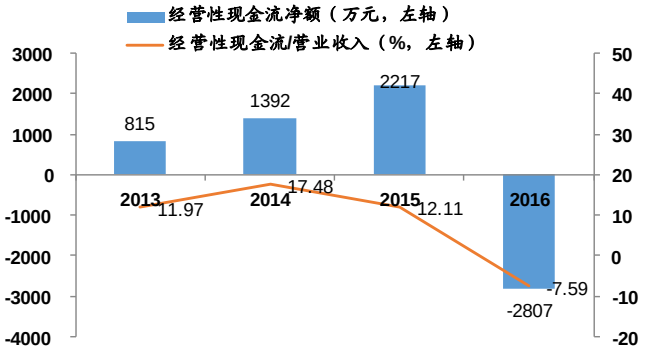
资料来源：wind，海通证券研究所

图31 公司历年周转指标



资料来源：wind，海通证券研究所

图32 公司历年现金流情况



资料来源：wind，海通证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1 关键假设

1） 假设公司在目前的直销团队大力推进下，2017 年、2018 年付费用户数分别增长 50%、35%;

2） 未来随着公司各项投入的稳定，单项产品毛利率逐年小幅提升。

3） 2017 年销售费用、管理费用整体提升，但占总收入比率较 2016 年下降。

6.2 估值

公司挂牌以来经历了 3 次融资，具体估值情况如下表:

表 6 挂牌以来历次融资情况

	参与方	融资金额（万元）	投后估值（亿元）
2014年7月	上海艾云慧信、上海张江浩成	2500万元	18亿
2014年10月	深圳市创新投资、浙江红土创业	1500万元	20亿
2015年2月	华夏资本、红土创新等	22150.8 万元	70 亿

资料来源：公司历次股票发行方案公告，海通证券研究所

我们预计 2017 年公司将基本扭亏，2018 年开始稳定盈利，2017、2018 年公司 EPS 分别为 0.00、0.15 元。目前新三板和 A 股并没有与公司完全可类比的公司，与互联网营销相关的 A 股可比公司 2017、2018 年平均 PE 分别为 22、19 倍。公司未来成长值得期待，但由于目前尚未盈利，暂不评级。

表 7 可比公司估值 （2017 年 4 月 27 日）

公司	2017 年 PE（倍）	2018年PE（倍）
天龙集团 300063	22.56	20.19
梅泰诺 300038	22.00	17.30
平均	**22.28**	**18.74**

资料来源：wind，海通证券研究所

7. 风险提示

新三板流动性弱，公司直销拓展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）				
每股收益	-0.19	0.00	0.15	0.22
每股净资产	0.95	0.96	1.10	1.32
每股经营现金流	-0.10	-0.17	0.09	0.04
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000
价值评估（倍）				
P/E	-15.03	601.58	19.10	12.73
P/B	2.92	2.91	2.53	2.11
P/S	2.09	1.10	0.73	0.49
EV/EBITDA	-15.08	84.04	11.46	7.55
股息率（%）	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	42.58%	39.37%	42.66%	42.66%
净利润率	-13.92%	0.18%	3.83%	3.83%
净资产收益率	-19.46%	0.48%	13.22%	16.55%
资产回报率	-17.94%	0.41%	10.81%	12.90%
投资回报率	-38.89%	3.66%	26.61%	31.53%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	102.12%	89.57%	50.66%	50.00%
EBIT 增长率	-245.29%	115.98%	687.73%	50.00%
净利润增长率	-272.67%	-102.50%	3050.21%	50.00%
偿债能力指标				
资产负债率	7.8%	15.6%	18.2%	22.1%
流动比率	9.04	4.64	4.21	3.70
速动比率	8.80	3.72	3.52	2.94
现金比率	—	—	—	—
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.54	30.66	29.29	29.75
存货周转天数	0.06	0.15	0.12	0.13
总资产周转率	1.18	2.33	3.06	3.75
固定资产周转率	53.14	91.85	145.40	229.27

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-51.48	1.29	40.51	60.76
折旧摊销	2.10	1.07	1.64	1.75
营运资金变动	12.01	-59.83	-29.90	-71.91
经营活动现金流	**-28.07**	**-48.36**	**25.98**	**11.21**
固定资产投资	0.00	-0.56	-0.99	-0.85
无形资产投资	0.00	-0.70	-0.37	-0.48
资本支出	4.61	-0.80	-0.54	-1.92
投资活动现金流	**-43.14**	**0.80**	**0.54**	**1.92**
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**-9.09**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
现金净流量	-80.31	-47.56	26.52	13.13
公司自由现金流	-22.75	-32.93	49.77	47.61
股权自由现金流	-28.96	-37.70	42.59	36.83

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**369.94**	**701.29**	**1056.58**	**1584.87**
营业成本	212.43	425.22	605.84	908.75
毛利率%	42.58%	39.37%	42.66%	42.66%
营业税金及附加	0.78	2.45	3.70	5.55
营业税金率%	0.21%	0.35%	0.35%	0.35%
营业费用	109.24	112.21	158.49	237.73
营业费用率%	29.53%	16.00%	15.00%	15.00%
管理费用	92.06	154.28	232.45	348.67
管理费用率%	24.89%	22.00%	22.00%	22.00%
EBIT	-44.58	7.12	56.11	84.17
财务费用	-2.38	-3.51	-5.28	-7.92
财务费用率%	-0.64%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
资产减值损失	6.71	10.52	15.85	23.77
投资收益	-3.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	**-51.94**	**0.11**	**45.55**	**68.32**
营业外收支	1.25	1.40	2.11	3.17
利润总额	**-50.69**	**1.51**	**47.66**	**71.49**
EBITDA	-42.48	8.19	57.75	85.92
所得税	0.79	0.23	7.15	10.72
有效所得税率%	-1.56%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	**-51.48**	**1.29**	**40.51**	**60.76**
扣除非经常性损益净利润	**-52.75**	**0.09**	**38.71**	**58.07**

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	132.89	85.33	111.85	124.98
应收款项	27.73	69.43	100.63	152.93
存货	0.00	0.17	0.20	0.32
其它流动资产	25.88	25.88	25.88	25.88
流动资产合计	196.33	224.86	284.46	381.39
长期股权投资	4.22	4.22	4.22	4.22
固定资产	7.89	8.45	9.44	10.29
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.40	3.10	3.04	3.09
非流动资产合计	90.71	90.25	90.18	89.68
资产总计	**287.04**	**315.11**	**374.64**	**471.07**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1.02	1.90	2.37	3.72
预收账款	10.69	15.72	25.96	37.80
其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	21.73	48.51	67.53	103.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它长期负债	0.74	0.74	0.74	0.74
非流动负债合计	0.74	0.74	0.74	0.74
负债总计	**22.47**	**49.25**	**68.26**	**103.93**
实收资本	277.28	277.28	277.28	277.28
普通股股东权益	264.58	265.86	306.37	367.14
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和所有者权益合计	**287.04**	**315.11**	**374.64**	**471.07**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日
资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣　　中小市值团队
孔维娜　　中小市值团队

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：

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 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；

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。

类别	评级	说明
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%。
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范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

江孔亮　副所长
(021)23219422　kljiang@htsec.com

邓　勇　所长助理
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　所长助理
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

钟　奇　所长助理
(021)23219962　zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394　gxx8737@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142　lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067　szc9633@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
史霄安　sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231　sjj9710@htsec.com
薛　涵　xh11528@htsec.com
联系人
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺　zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981　zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445　zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳（021）23154149　dj11195@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
联系人
申　浩(021)23154117　sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147　zyl10427@htsec.com
李　影　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406　tyj11545@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
刘　宇(021)23219608　liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356　wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134　mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139　yqw10381@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
孙　建(021)23154170　sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927　scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
刘　浩 01056760098　lh11328@htsec.com

汽车行业
邓　学(0755)23963569　dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145　xyt10421@htsec.com
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威 0755-82900463　dw11213@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748　zsl10869@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
王　晴(021)23154116　wq10458@htsec.com
李宏科（021）23154125　lhk11523@htsec.com
联系人
史　岳（021）23154135　sy11542@htsec.com

互联网及传媒
钟　奇(021)23219962　zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129　qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
唐　宇　ty11049@htsec.com
刘　欣(010)58067933　lx11011@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
杨　娜(021)23154135　yn10377@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421　jiayt@htsec.com
联系人
金　晶　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
联系人
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
张天闻　ztw11086@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com

煤炭行业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171　xbq6583@htsec.com
杨　帅(010)58067929　ys8979@htsec.com
联系人
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘　强(021)23219733　lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123　xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立　ll11383@htsec.com
洪　琳　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
联系人
庄　宇(010)50949926　zy11202@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090　xcs10800@htsec.com
李芳洲（021）23154127　lfz11585@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
张　杨(021)23219442　zy9937@htsec.com
联系人
童　宇(021)23154181　ty10949@htsec.com

纺织服装行业
于旭辉(021)23219411　yxh10802@htsec.com
唐　苓(021)23212208　tl9709@htsec.com
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
联系人
马　榕 23219431　mr11128@htsec.com

建筑建材行业
邱友锋(021)23219415　qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081　qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019　fcy10886@htsec.com
联系人
周　俊 0755-23963686　zj11521@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963　swj11496@htsec.com
联系人
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
联系人
刘　璇(021)23219197　lx11212@htsec.com

建筑工程行业
杜市伟　dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114　bch10483@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(010)50949923　cy10867@htsec.com
联系人
关　慧(021)23219448　gh10375@htsec.com
夏　越(021)23212041　xy11043@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998　kmy10519@htsec.com
成　珊(021)23212207　cs9703@htsec.com

军工行业
徐志国(010)50949921　xzg9608@htsec.com
刘　磊(010)50949922　ll11322@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
张恒晅(010)68067998　zhx10170@hstec.com

银行行业
林媛媛(0755)23962186　lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐　ljl11126@htsec.com
谭敏沂　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
李铁生(010)58067934　lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
顾熹闽　gxm11214@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
联系人
李　阳　ly11194@htsec.com
朱默辰　zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
朱　悦(021)23154173　zy11048@htsec.com
赵　洋　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133　wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
蒋　炯　jj10873@htsec.com
方烨晨(021)23154220　fyc10312@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
慈晓聪　cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
陆铂锡　lbx11184@htsec.com
吴　尹　wy11291@htsec.com
陈铮茹　czr11538@htsec.com
张　明　zm11248@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com