

服务小微企业，千万用户千亿市值

买入 维持

目标价格：35.00 元

投资要点：

美国的创新和进步离不开其大量的中小企业，中国梦的实现离不开大量新增的服务业态的中小企业，用友服务于中国的全面转型，是国内最大的互联网金融企业用户入口，开展 toB 企业互联网服务优势明显，价值稀缺。

报告摘要：

- **国家重视小微企业拉动经济增长重要作用，云计算服务空间巨大。**小微企业是经济增长的重要引擎，随着政府简政放权释放市场活力，新增企业数量高速增长。云计算可以有效解决小微企业服务成本、经营效率问题，国务院积极推进云计算助力小微企业发展。小企业在美国经济复苏过程中做出巨大贡献，云计算有效提升了小微企业服务能力，在这个过程中提供小微企业云服务的 salesforce 获得成功。
- **立足产业互联网，互联网金融变现小微企业价值。**产业的天然壁垒让传统 toC 的商业模式无法适应，产业互联网一片蓝海。与 B2C 相比 B2B 产业环节更多，市场空间更大。蚂蚁金服、前海微众银行和富国银行三家公司在企业互联网领域均有其独有的数据积累和变现模式，这种模式形成了金融服务的护城河。通过服务小微企业积累数据资产，实现金融等增值服务变现的商业模式代表行业未来发展趋势。
- **云计算+多牌照金融矩阵，打造中国的“salesforce +lending club”。**互联网金融服务业务是公司转型战略的核心业务，基于庞大企业用户群体数据资产公司能够具备强大风险控制能力和金融服务能力，友金所业务落地验证公司数据变现能力，用户数增长打开公司盈利空间。随着公司金融牌照的不断获取，未来为给企业提供互联网理财、小贷、保理等互联网金融服务空间不断打开。公司战略上高度重视企业用户数量的增加，抓住本次机会将赢得与 BAT 未来一较高低的机会。
- **投资建议：14/15 EPS 0.55/0.70 元，目标价 35 元，维持买入评级。**

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	4235.21	4362.69	5,086	6,046	7,293
增长率 (%)	2.74	3.01	16.6	18.9	20.6
归母净利润(百万)	379.60	547.90	645	815	1,009
增长率 (%)	-29.28	44.34	38.77	26.26	23.85
每股收益	0.39	0.57	0.554	0.699	0.866
市盈率	140.18	95.15	44.39	35.18	28.39

计算机研究组

分析师：

冯达(S1180514070005)

电话：010-88085996

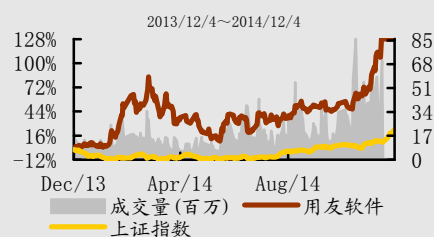
Email: fengda@hysec.com

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

市场表现



相关研究

《用友软件：洪水般新增用户造就千亿市值》

2014/10/30

《用友软件：经营效益提升，互联网金融是重点》

2014/10/30

《用友软件：友金所上线，互联网金融更进一步》

2014/10/20

《用友软件：获取移动转售，完善企业生态服务》

2014/8/26

《用友软件：转型效果初显，经营业绩不断向好》

2014/8/20

《用友软件：支付是金融的血液，完善企业平台》

2014/7/15

目录

一、小微企业是经济增长重要引擎，云计算服务空间巨大	4
（一）经济增长重要引擎，小微企业得到国家大力支持	4
1、中小微企业是经济增长的重要引擎	4
2、国家大力扶持我国小微企业蓬勃发展	4
（二）云计算有效解决小微企业成本、效率问题	5
1、云计算模式可以降低小微企业信息化成本	5
2、云计算模式能够提升小微企业运营效率	6
3、云计算模式有望帮助小微企业实现 F2C 模式转变	6
（三）国务院积极推进云计算助力小微企业	6
（四）小企业拉动美国经济复苏，云计算公司功不可没	6
1、小企业为美国经济复苏注入活力	6
2、云计算提高美国小企业服务能力	7
3、小微企业云计算公司 salesforce 实现高速增长	7
二、立足产业互联网，互联网金融变现小微企业价值	8
（一）产业互联网市场规模远大于消费互联网	8
1、与 B2C 相比 B2B 产业环节更多，市场空间更大	8
2、产业互联网存在天然壁垒，BAT 难以施展	10
3、长期深耕行业的公司牢牢占据产业互联网入口	12
（二）互联网思维集聚企业客户，金融服务变现小微企业价值	12
1、云端化大势所趋，基础服务免费积累海量用户	13
2、数据成为资产，金融等增值服务实现流量变现	13
（1）小微企业融资难的现状	13
（2）数据成为解决征信问题的关键	13
（3）金融服务实现收入转化	13
（三）掌握独有数据积累和变现模式，三大银行立足小微企业市场	14
1、蚂蚁金服：基于消费数据为小微企业和个人提供金融服务	14
2、前海微众银行：挖掘社交网络数据价值，服务小微企业和个人	15
3、富国银行：社区银行实现超额利润，基于行业的数据风控是关键	15
三、中国的“SALESFORCE +LENDING CLUB”，千万用户千亿市值	16
（一）小微企业云服务平台“畅捷通”	17
1、小微企业软件市场领先品牌	17
2、互联网思维下的云产品	17
3、用友通信提供增值服务黏住客户	18
4、“基础服务+增值服务”打造畅捷通生态圈	18
（二）友金所上线验证金融变现能力，多种金融牌照形成服务矩阵	19
1、友金所上线验证金融变现能力	19
2、打造多牌照金融矩阵	20
3、构建企业端用友金融生态，打造中国的“salesforce + lending club”	21
四、投资建议	22

插图

图 1: 中小企业的社会贡献.....	4
图 2: 小微企业发展状况问卷调查.....	5
图 3: 美国历年小企业和大企业新增就业岗位数目 (千个)	7
图 4: 2009 年以来 salesforce 的市值(亿美元).....	8
图 5: salesforce 的收入变化 (亿美元) 情况.....	8
图 6: 消费互联网与产业互联网比较.....	9
图 7: 1%优化带来的改变	10
图 8: 消费互联网巨头进入产业互联网有较高壁垒.....	10
图 9: 阿里觊觎企业管理软件历程.....	11
图 10: 腾讯推广企业 QQ 效果不佳.....	12
图 11: 蚂蚁金服金融布局.....	14
图 12: 畅捷通产品概览.....	18
图 13: 畅捷通 CSP 平台模式.....	19
图 14: lending club 线上交易平台	20
图 15: 全牌照业务规划.....	21
图 16: 三张报表摘要.....	23

表格

表 1: 重要产业互联网公司市值或估值.....	12
表 2: 富国银行贷款产品分类.....	16
表 3: 富国银行小微企业贷款流程的优化.....	16

一、小微企业是经济增长重要引擎，云计算服务空间巨大

最新召开的国务院常务会议明确指出促进云计算的发展，对于广大的中小微企业而言，价格低廉、操作简单的 IT 服务云端化是大势所趋。中国国家主席习近平在北京出席了亚太经合组织工商领导人峰会并发表演讲。在演讲中，习近平首次阐释了“中国经济新常态”的内涵和影响。中国政府大力减政放权将进一步释放市场活力，前三季度中国新登记注册市场主体 920 万户，新增企业数量较去年增长 60% 以上。在注册资本制度由实缴制度改为认缴制度、税收减负进一步推动、领导层鼓励创新创业的三大要素驱动下，预计企业数量尤其是中小企业数量将会呈现爆发式的增长。由此推断中小微企业的云计算市场将会迎来蓬勃发展的机遇期。

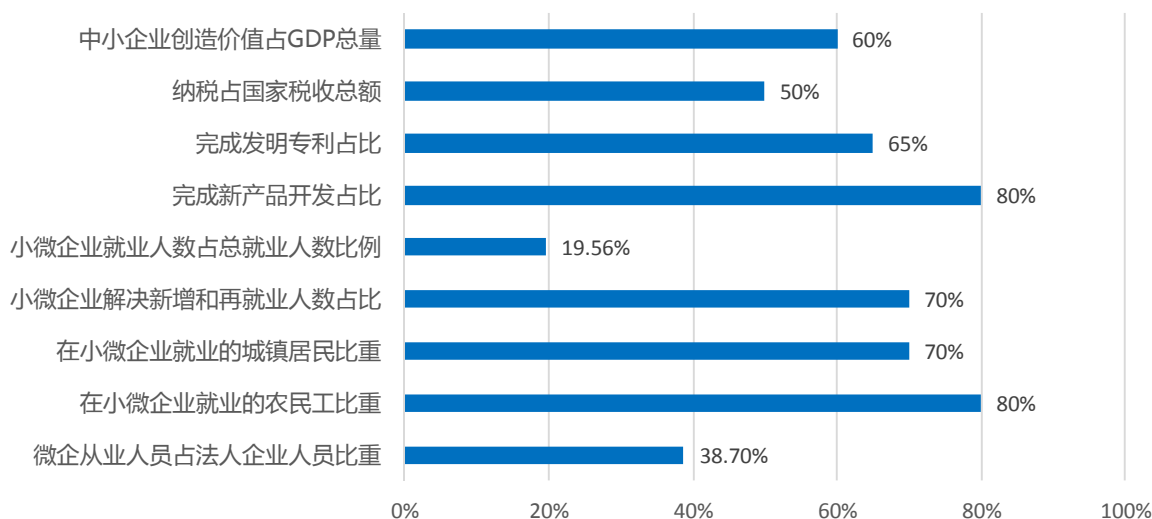
（一）经济增长重要引擎，小微企业得到国家大力支持

1、中小微企业是经济增长的重要引擎

中小微企业是经济增长的重要引擎。小型微型企业数量庞大，已成为国民经济的重要支柱，是经济持续稳定增长的坚实基础。据统计，我国中小企业创造的最终产品和服务价值相当于国内生产总值（GDP）总量的 60%，纳税占国家税收总额的 50%，完成了 65% 的发明专利和 80% 以上的新产品开发。

小微企业是新增就业岗位的主要贡献主体。小型微型企业在促进就业方面有着突出的贡献，是新增就业岗位的主要吸纳器。支持小型微型企业发展就意味着创造社会就业岗位，意味着使小型微型企业在解决民生问题、推进经济增长方面发挥更大的作用。

图 1：中小企业的社会贡献



资料来源：工商总局《全国小型微型企业发展情况报告》

2、国家大力扶持我国小微企业蓬勃发展

国家层面三大动力激发企业数量爆发式增加。2014 年 3 月 1 日起企业注册资金实缴变更认缴，打破了启动资金的限制，前三季度中国新登记注册市场主体 920 万户，新增企业数量较去年增长 60% 以上。税收层面上，李克强 2014 年 11 月举办的国务院常委会议强调，大力减轻企业特别是小微企业负担，要在着力落实好定向减税政策的同时，实施普遍

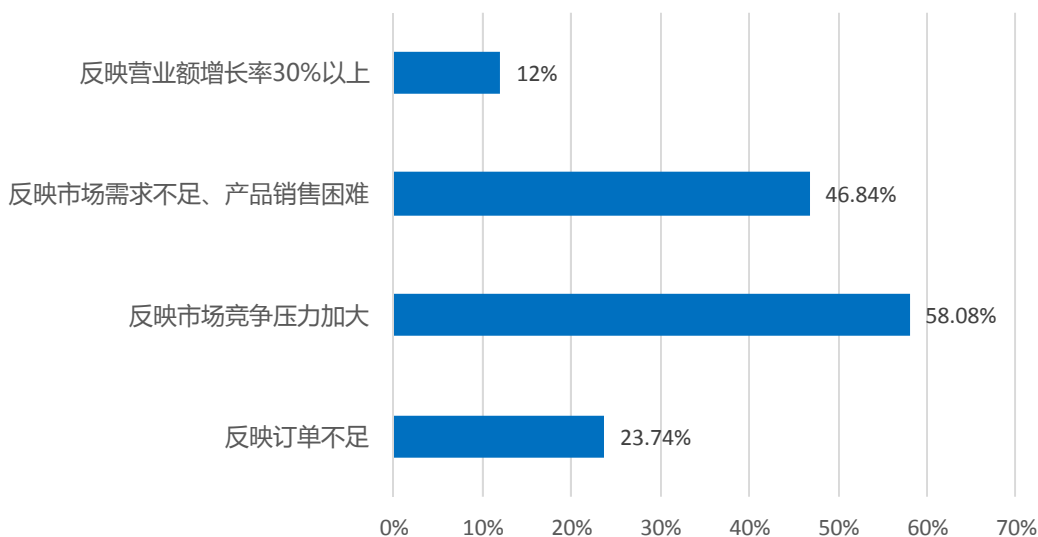
性降费。鼓励创业方面，新一代领导人曾经指出要提升市场资源配置的效率，提倡自由竞争，重视和支持创业活动，降低大众创业成本，加快万众创新步伐，预计积极的创业环境将带来创业企业数量的增加。

小微企业数量庞大并处于高速增长状态。根据中国工商总局发布的《全国小型微型企业发展情况报告》数据显示，截止 2013 年年底，全国各类企业总数为 1527.84 万户。其中，尤其是小型微型企业 1169.87 万户，占到企业总数的 76.57%。如果将 4436.29 万户个体工商户纳入统计后，小型微型企业所占比重达到 94.15%。随着高层对小微企业重视程度进一步加深，我们预计将带来中国中小企业数量从当前的 4000 多万未来有望增加到 8000 万。

（二）云计算有效解决小微企业成本、效率问题

对于广大的中小微企业而言，其生存和发展实际上面临着各种阻力。小型微型企业因其自身规模小，抗风险能力弱，对外部经济、政策环境的敏感程度普遍较高。近年来由于我国经济增速放缓、结构调整和国际经济下行，小型微型企业的发展受到很大影响。调查显示，仅有 12% 的小型微型企业表示在近几年营业额快速或高速增长（增长率 30% 以上），其余大多数企业经营发展缓慢。此外，小型微型企业在发展过程中仍旧面临大企业的挤出效应，尤其是宏观经济环境不景气的背景下，各种社会资源向大中型企业倾斜倾向更加明显。社会资源分配向已发展壮大企业集聚，进一步挤压小型微型企业生存空间。问卷调查显示，46.84% 小型微型企业反映市场需求不足、产品销售困难，58.08% 反映市场竞争压力加大，23.74% 反映订单不足。

图 2：小微企业发展状况问卷调查



资料来源：工商总局《全国小型微型企业发展情况报告》

在这种情况下，一方面，在企业自身生存问题仍然存在威胁的情况下，成本控制对公司十分重要，那么诸如财务需求、企业 IT 化需求等附加的职能支出将会被压缩。另一方面，恰恰是由于企业内部管理的混乱性导致了企业经营效率低下，影响企业发展。如今免费的云计算服务，将能够满足中小微企业的经营管理需求，中小企业具有接受云服务的内生动力。

1、云计算模式可以降低小微企业信息化成本

云计算模式是一种很好的节省小微企业信息化建设成本的方式。对于小微企业而言，传统的购买软件的方式需要企业自己新建信息系统呢或者重新购买服务器、PC 等硬件，从服务器、硬件到软件需要相当高的花费。而采用云模式，实际上是一种“租用的理念”，小微企业根据自己的需求租用云服务商的服务器，而不需要自己搭建平台，需要交纳的是极低的使用费，未来云端服务的低价格免费化的趋势会进一步降低小微企业的成本。

2、云计算模式能够提升小微企业运营效率

云计算服务模式具有“伸缩性”，对小微企业而言具有更高的性价比。小微企业的特点是业务较集中，进而导致了信息化需求较为集中。以财务业务为例，可能一天的进销存或财务管理就一两张凭证，但到月底做总账的时候，却需要大量的计算。如果小微企业自建信息化系统，准备相应的软硬件设备，但平常可能都用不到，是一种极大的资源浪费，现在有了云服务，只要每个月付一天的租金，或者按计算量付费就可以解决企业的运营问题，大大降低了信息化成本。

3、云计算模式有望帮助小微企业实现 F2C 模式转变

小微企业上网接受云服务，可以实现 F2C 的转化，提高公司的竞争实力。在传统小微企业的经营模式中，小微企业距离客户较远，没有实力也没有精力去了解客户需求，其生产的产品更多的是采取跟随主流的模式，无法获得差异化的超额利润。互联网拉近了企业和客户的距离，在社交网络中实现客户管理，使得企业了解客户的真实需求，从而制定更加细致的定制化生产方案，也就是 F2C 的模式。通过这种 F2C 的模式，小微企业也可以实现提供个性化更贴近客户需求的服务，提高了小微企业的竞争实力。

（三）国务院积极推进云计算助力小微企业

国务院总理李克强日前主持召开国务院常务会议，确定促进云计算创新发展措施，培育壮大新业态新产业。对于推动传统产业升级和新兴产业成长而言，加快发展云计算，打造信息产业新业态具有重要意义。会议确定，要积极支持云计算与物联网、移动互联网等融合发展，催生基于云计算的在线研发设计、教育医疗、智能制造等新业态。让数据“云”助力创业兴业、便利千家万户。

企业信息化、金融服务化需求高涨，云服务模式适应中小企业发展，市场空间逐步释放。财务软件和管理软件是企业信息化的刚性需求，在新增的市场主体数量的增加将进一步提升软件市场空间。具备便捷性和可操作性的云服务模式将更能适应中小企业的现实需求状况。与此同时，中小企业对互联网金融服务的需求持续高涨，互联网金融市场空间升级。公司作为亚太本土领先的企业管理软件和企业移动应用、企业云服务提供商，有望在新增市场主体市场跑马圈地，服务大量新增企业客户。

（四）小企业拉动美国经济复苏，云计算公司功不可没

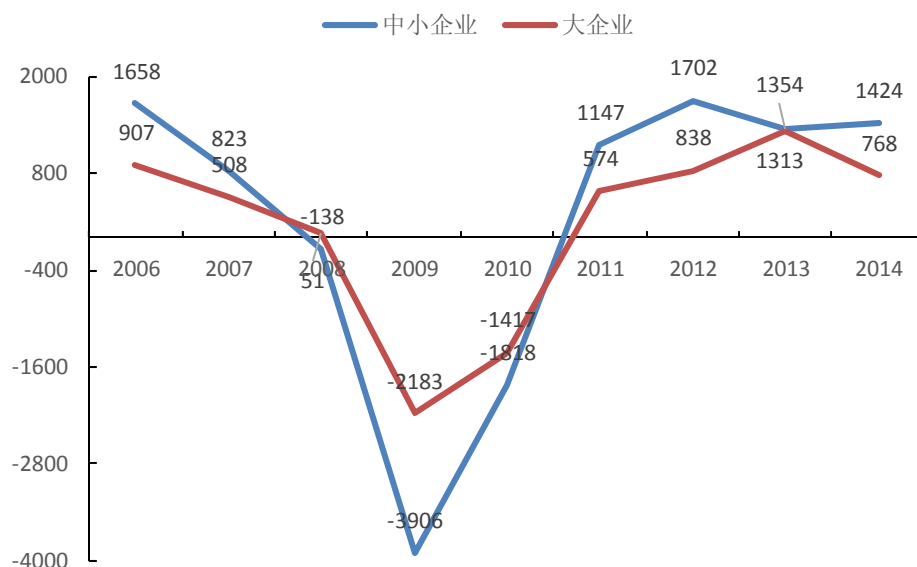
1、小企业为美国经济复苏注入活力

小企业对于整个美国经济的稳定复苏有着极其重要的意义。从企业总数上看，美国小企业的数目占到接近了整个国家企业数目的 98%；从对整个经济的贡献程度上来看，美国小企业对经济增长的贡献率可以达到 50% 左右；于此同时美国就业人口中有 60% 的人口工作在小企业中。

从更为微观的角度去看，2008 年以后的经济复苏中，小企业提供了更多的就业岗位，

为经济增长注入了新活力。2008 年以来美国经历了堪比大萧条时期的金融危机和经济危机，就业率大幅度下降。08 年以后经济开始复苏，小企业相对于大企业提供了更多的新增岗位，以 2012 年为例，小企业提供了 170.2 万新增岗位，是同期大企业 83.8 万个岗位的两倍。正是基于小企业对于美国经济复苏的重要拉动力，美国当局十分重视中小企业的发展，2012 年发布了“美国 JOBS 法案”，旨在鼓励中小企业融资，促进中小企业的发展。

图 3：美国历年小企业和大企业新增就业岗位数目（千个）



资料来源：Bureau of Labor Statistics

2、云计算提高美国小企业服务能力

应用云计算，减少了美国小企业 IT 建设的成本，降低产品成本、增强经营活力。传统的企业 IT 构建中，小企业需要自建本地服务器，需要软件、硬件以及服务器等高昂的购置成本，使用云计算免除了这部分成本，只需按需缴纳较少的租用费用，降低了企业的 IT 运营成本。根据劳伦斯伯克雷国家实验室的一份报告称，云计算可以使企业将软件应用从低效率的本地服务器向云转移，从而将美国企业的能耗降低 87%。

“伸缩性”是美国小企业应用云计算的又一优势。事实上，对于小企业而言，企业 IT 是提高效率的刚性需求，但是这种需求并不是均匀分布在每个工作流程中，在自建本地服务器的模式中，很长一段时间实际上设备是闲置的。利用云计算，在满足 IT 需求的同时满足了 IT 需求伸缩性的实际情况，进一步提高了企业资产的使用效率。

3、小微企业云计算公司 salesforce 实现高速增长

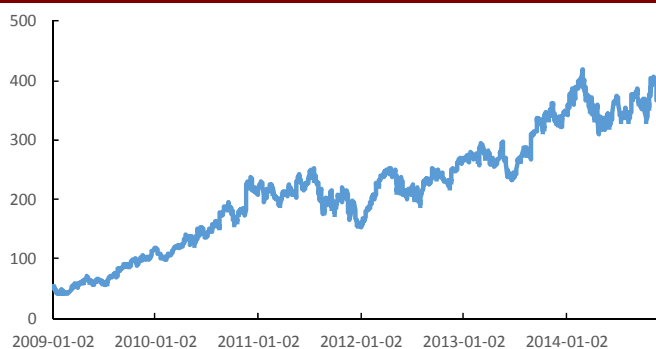
Salesforce 以 SaaS 方式服务中小企业。Salesforce 就是 SaaS 的代表性厂商。在 CRM 领域传统的厂商虽然能够提供满足客户需求的产品，淡水针对中小企业而言主流 CRM 厂商的产品价格昂贵，系统的安装与运维复杂，购买成本以及使用成本都比较高，中小企业难以负担。在这种情况下，Salesforce 以 SaaS /云计算的方式提供的多租户模型 CRM 应用，安装运维成本为零，用户即连即用且可以进行相当灵活的个性化配置，既满足了客户需求同时也降低了客户成本深受广大中小企业的青睐。

提出 PaaS 概念，满足不同客户的个性化需求。于此同时针对比通过企业的不同个性化需求 salesforce 推出了 force.com 和 Developer.force.com，在这一产品下即使是高度复

杂、高度个性化的业务应用，也可以用软件服务化的理念构造出来。从这个意义上讲，force.com 创造了基于 Web 的按需应变的软件开发和运行平台，并提出“平台即服务（Platform as a Service）”的概念。

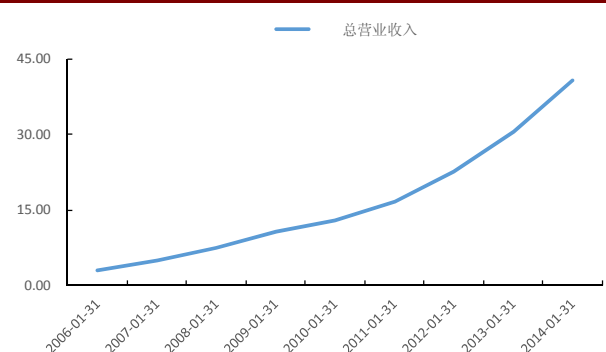
价格低廉，聚集中小企业用户，市值收入同步提升。Salesforce 的云计算产品价格较为低廉，目前分为 25 美元/月、60 美元/月、125 美元/月以及 250 美元/月几款，25 美元每月是基础服务包括最多用于 5 个用户的基本销售和营销功能，250 美元每月提供无限制的 CRM 能力和支持，所有产品都可以免费试用，相比大型 CRM 价格具有竞争优势，用户可根据需要自行选择合适的品类。事实上，salesforce 是第一个销售业绩超过 10 亿美金的云计算公司，截止 2013 年度 salesforce 实现营业收入 40.71 亿美金，市值超过 370 亿美金，相比 09 年初涉 SaaS 领域是市值翻了三倍。

图 4：2009 年以来 salesforce 的市值(亿美元)



资料来源：公司资料，宏源证券整理

图 5：salesforce 的收入变化（亿美元）情况



资料来源：公司资料，宏源证券整理

二、立足产业互联网，互联网金融变现小微企业价值

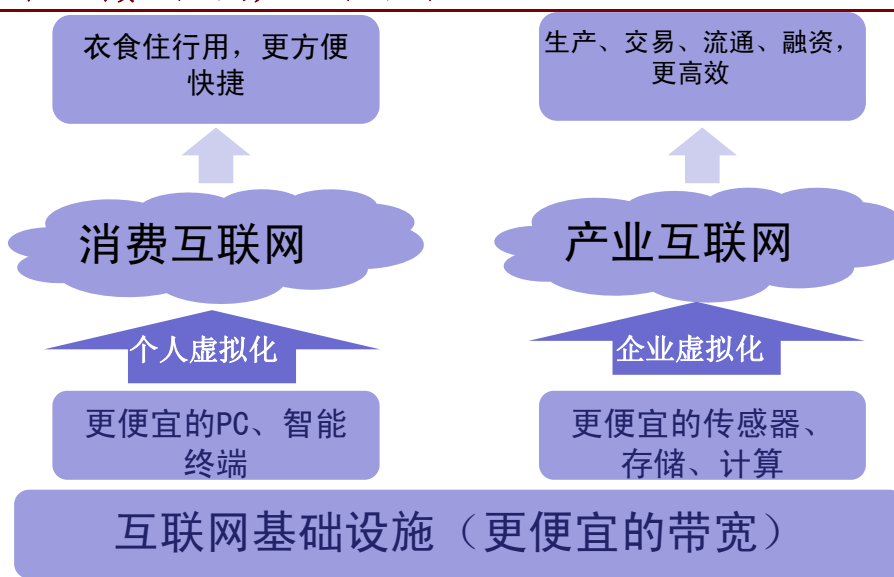
（一）产业互联网市场规模远大于消费互联网

1、与 B2C 相比 B2B 产业环节更多，市场空间更大

产业互联网区别于消费互联网，泛指以生产者为用户，以生产活动为应用场景的互联网应用。体现在互联网对各产业的生产、交易、融资、流通等各个环节的改造。

从硬件环境来说，消费互联网的普及是由个人电脑、智能终端、网络连接成本的下降所推动的，产业互联网的突破是由更低成本的传感器、数据存储和更快的数据分析能力所推动的。从推动因素来说，消费互联网得以迅速发展是因为个人生活体验借助互联网得到了极大提升，购物、阅读、娱乐、出行等方面因为互联网的出现变得更加方便、快捷。而产业互联网将会因为更高的生产、资源配置、交易效率而得到快速推进。

图 6：消费互联网与产业互联网比较



资料来源：宏源证券

电子商务和物联网的迅猛发展加速企业虚拟化进程。自 20 世纪 90 年代初,ERP、CRM、OA 等运营管理软件陆续面世,并在企业中得到广泛应用,开启了企业的虚拟化进程。电子商务的出现,为企业提供了线上的采购与销售通道,尤其是经过 2003 年和 2008 年两次关键拐点,电子商务在企业中的应用大幅提升,几乎成为企业“标配”,且服务内容也日益丰富、深入,不再是单纯的信息撮合,已经开始向集信息、交易、金融为一体的综合服务演进,据统计 2013 年中国 B2B 电子商务的市场交易规模高达 6.8 万亿元,企业用户为 1850 万。目前,部分企业已经推动生产制造的数字化、智能化,软控股份为橡胶行业提供智能设备、机器人,国际巨头 GE 更是举起了工业互联网大旗。

产业互联网化需要虚拟化的东西相对消费互联网来说更多,要将企业,工厂的整个流程进行虚拟化,主要的工作包括:智能机器:以新的方法将现实世界中的机器、设备、团队和网络通过传感器、控制器和软件应用程序连接起来;大数据分析:使用基于物理的分析法、预测算法关键学科的深厚专业知识来理解机器与大型系统的运作方式;人员:建立公司之间的实时连接,连接各种工作场所的人员,以支持更为智能的设计、操作、维护以及高质量的服务与安全保障。

互联网在产业领域的拓展尚属于初步阶段,但是市场巨大,需求的信息和计算量亟需互联网的支持,根据 GE 白皮书给出的测算,仅在航空,电力,医疗保健,铁路,油气这五个领域如果引入互联网支持,假设只提高 1%的效率,那么在未来 15 年中预计可节省近 3000 亿美元。

图 7：1%优化带来的改变

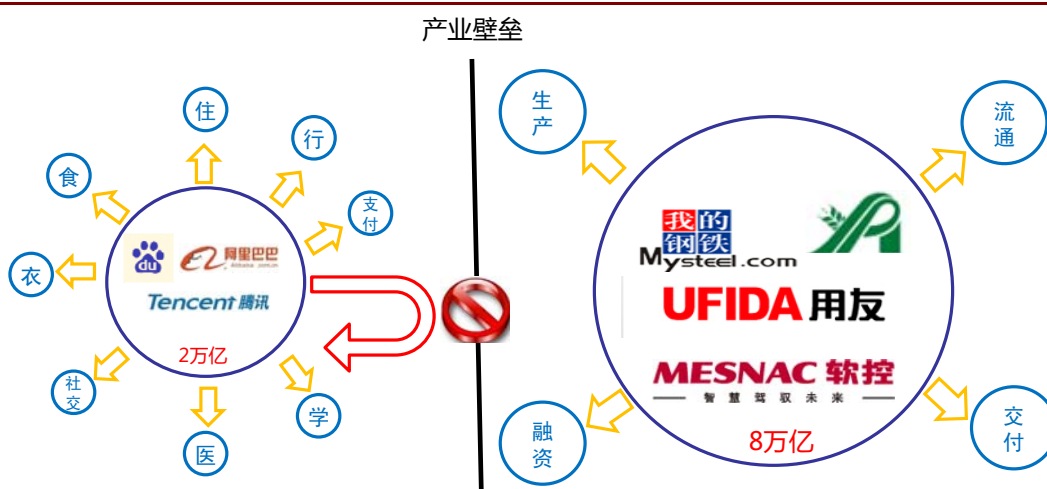
关键领域的潜力			
行业	环节	节省类型	未来15年预计节省量（单位：十亿名义美元）
航空	商用航运	1%燃料支出	\$30B
电力	燃气发电	1%燃料支出	\$66B
医疗保健	系统流程	系统效率增长1%	\$63B
铁路	运输	系统效率增长1%	\$27B
油气	勘探与开发	1%资本支出	\$90B

资料来源：GE, 宏源证券

2、产业互联网存在天然壁垒，BAT 难以施展

阿里和腾讯虽然在消费互联网领域牛气冲天,但是在产业互联网应用的尝试均未取得好的效果。由于 BAT 的客户积累和运营经验主要集中在个人客户,其向产业互联网拓展过程中优势将不再明显。

图 8：消费互联网巨头进入产业互联网有较高壁垒



过去20年的互联网主要改变了消费者的行为,可以称之为消费互联网的时代。

未来的20年将进入产业互联网的时代,每个行业都要被互联网所改变。

资料来源：宏源证券

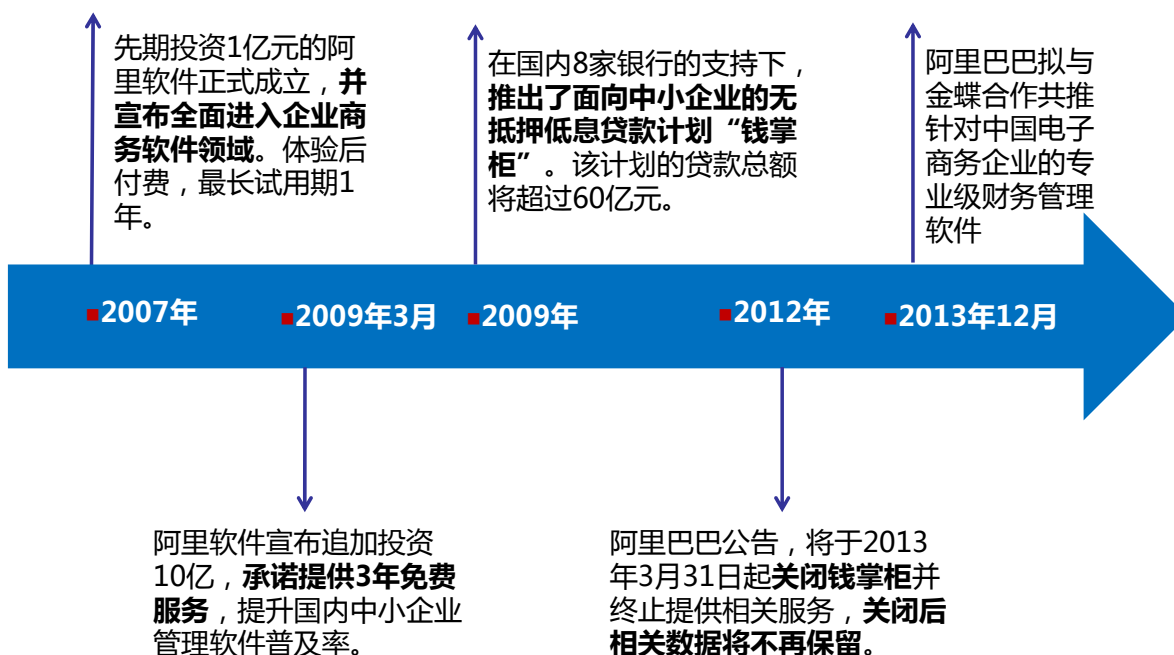
2007 年 1 月马云在上海宣布旗下公司——先期投资 1 亿元的阿里软件正式成立，并宣布全面进入企业商务软件领域。这也是阿里巴巴旗下第五家子公司。至于敏感的收费问题，马云断然表示“要收费，一定要收费”！据阿里软件总经理王涛介绍，目前阿里巴巴网有用户 15% 愿意付钱。而收费则从几百元到万元不等。不过王涛也留了活话：“先体验后付款，用多少买多少。最长试用期为期一年。”从某种意义上说马云在管理软件上仍然采用了变通的“免费”方式。这种“马式”打法，多少会令管理软件厂商难以应付。

2009 年 3 月 31 日阿里巴巴集团旗下公司阿里软件在京宣布：将投入十亿元巨资，向中小企业推广管理软件，并承诺未来三年免费，目标是在三年内使中小企业管理软件普及率从 10% 提升至 40%。这是金融危机爆发以来，中国软件业为帮助国内中小企业“过冬”所推出的最大手笔。在国内 8 家银行的支持下，推出了面向中小企业的无抵押低息贷款计划“钱掌柜”。该计划的贷款总额将超过 60 亿元。

7 月 25 日消息，阿里巴巴官方论坛发布公告称，将于 2013 年 3 月 31 日起关闭钱掌柜并终止提供相关服务，关闭后相关数据将不再保留。

阿里巴巴在企业软件市场开拓受挫，最终选择与软件商合作。2013 年 12 月，阿里巴巴拟与金蝶合作共推针对中国电子商务企业的专业级财务管理软件。

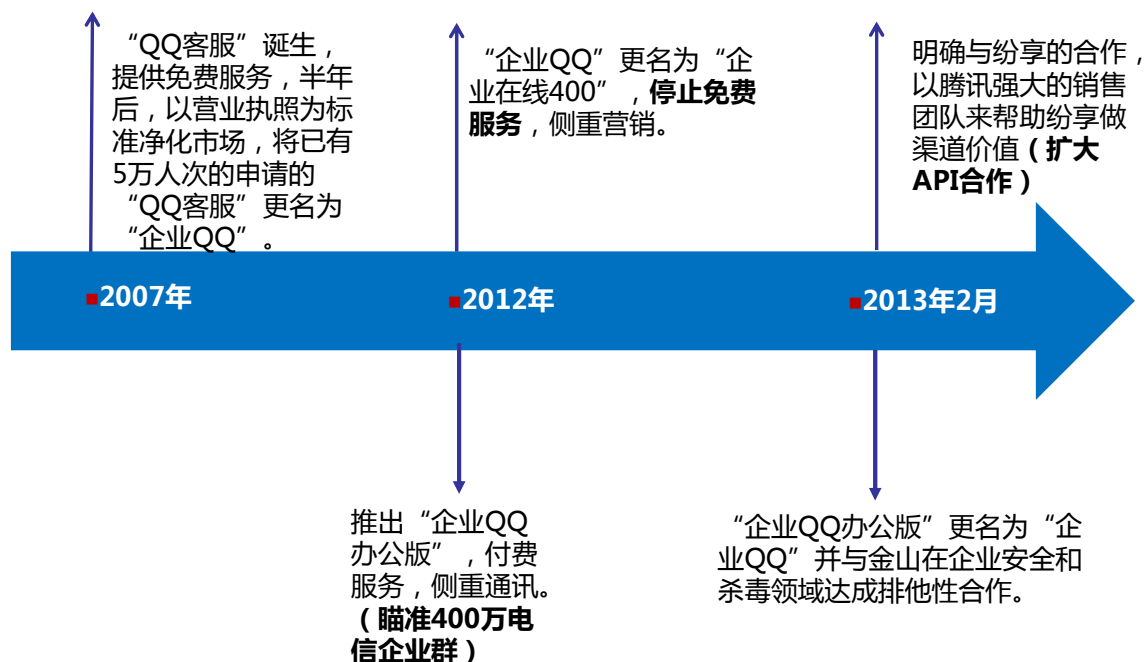
图 9：阿里觊觎企业管理软件历程



资料来源：宏源证券

2007 年，“QQ 客服”诞生，半年多后，这个免费产品有了 5 万人次的申请。而到 2013 年 2 月更名为“企业 QQ”的“企业 QQ 办公版”的经过了 6 年的积累企业用户也只有 30 万，与其在消费互联网领域的地位相差甚远。

图 10: 腾讯推广企业 QQ 效果不佳



资料来源：宏源证券

曾经有人寄希望与移动互联网的发展能够打破 BAT 一统天下的格局，但是 2013 年互联网的并购热潮显然是这三家互联网巨头瓜分二线资产的圈地活动，由于行业内巨头间跨界竞争的激烈程度在不断加剧，以及 BAT 手中资金依然充裕，有理由认为 2014 年行业中并购整合会继续，这会使得马太效应继续放大，新参与者难有立足之地。

经过 20 多年的发展，消费互联网的格局已定，巨头已经牢牢把持住了行业发展的脉络。但是消费互联网巨头在向产业互联网领域拓展的时候原来的优势已经不在，产业互联网是一片蓝海。

3、长期深耕行业的公司牢牢占据产业互联网入口

行业内核心公司具有产业互联网企业的先天优势。产业领域的互联网化相对更专业，需要更加深入的积累和研究，与消费互联网赢家通吃的格局不同，产业互联网中会有更多细分领域的龙头，提前进行产业互联网化的布局和研究，对某一领域有深入理解的公司会获得良好的发展机遇。拥有大量企业用户、掌握核心数据资源的企业将会成为企业互联网的收益者。

表 1: 重要产业互联网公司市值或估值

细分行业	公司及其市值（估值）
企业管理软件（SAAS）	Salesforce（\$372 亿）、workday（\$158 亿）、用友软件（¥286.39 亿）
细分行业	上海钢联（¥113 亿）、保税科技（¥80 亿）、农产品（¥196 亿）、瑞茂通（¥108 亿）、软控股份（¥103 亿）
企业社交	八百客（N/A）、yammer（N/A）、金蝶国际（¥63 亿）

资料来源：公开资料，宏源证券

（二）互联网思维集聚企业客户，金融服务变现小微企业价值

产业互联网的重大机会掌握在诸如用友软件这种具有核心客户资源的公司手中。互联网转型将会成为这些产业互联网领域 BAT 的重要战略方式。由于中小微企业支付能力不足使得传统的提供服务直接获益的方式难以持续，“免费的基础服务积累用户数量，增值服务获得收益”的互联网盈利方式成为企业接入互联网的主流。

1、云端化大势所趋，基础服务免费积累海量用户

普遍较低的利润水平导致小微企业软件支付意愿不足。一方面，从行业分布来看，我国的中小微企业主要集中在批发零售等传统行业，市场环境竞争环境的激烈行业总体的利润率较低。另一方面，对于单个中小企业而言，由于难以支撑大量的销售推广费用，收入无法保障的情况下，降低企业成本成为了重要的手段。基于如上两个原因导致了中小微企业支付企业管理软件的支付意愿不足。

云计算提供近乎免费的基础服务可以积累海量用户。中小微企业虽然由于支付能力不足的原因不愿意在软件产品上进行花费，但是其在财务、报税、库存管理、销售管理等方面仍然具有较为迫切的需求。以近乎免费的方式通过云计算技术为小微企业提供在线的财务管理、库存管理等服务，将会同时解决中小微企业支付能力不足以及需求旺盛的问题，互联网将成为小企业的在线内部工作平台，这种服务方式将会吸引大量的中小微企业用户。

2、数据成为资产，金融等增值服务实现流量变现

我们认为在利用互联网思维通过免费提供基础服务的方式吸引大量用户的情况下，以互联网金融服务为代表的金融服务将会是实现流量变现的极佳方式。

（1）小微企业融资难的现状

抵押贷款是我国银行业贷款的传统方式，以批发零售行业为主的小微企业不具备高价值的固定资产，进而难以获得传统的银行抵押贷款。同时，银行业对于国有大中型企业在发放贷款上有着倾向性，以私有企业为主的小微企业在贷款资源的竞争方面不具备优势。在自身经营方面，小微企业具有自身经营的不规范性，比如在财务管理方面，不规范、不透明是其一弊端，再加上国内并不具备强大的第三方征信机构解决这种信息不对称，没有值得信赖的基础银行难以予以授信。

（2）数据成为解决征信问题的关键

缺乏传统抵押物的小微企业，信用贷款是最合适的获得贷款的方式，解决小微企业的征信问题成为关键。基于互联网征信体系将成为解决这一问题的重要手段，其运作的关键在于收集企业行为的多维度数据。小微企业接入互联网，诸如用友等云平台服务商可以利用互联网为其提供内部管理数据，那么涵盖公司业务全流程的内部管理数据以及财务数据将会展现在互联网中。拥有这些数据的平台商可以利用这些数据精准的分析企业的经营行为、了解企业的经营状况，进而予以进行可靠程度很高的授信服务，成功的解决资金提供方与小微企业之间的信息不对称状况。

（3）金融服务实现收入转化

互联网平台以更为低廉甚至免费的基础服务吸引小微企业进入其平台接受相关服务积累的大量用户意味着巨大的增值空间，以互联网金融服务为代表的增值服务将提升用户的 ARPU 值。小微企业的金融服务需求包括第三方支付、投资理财以及融资贷款等方面。以最受关注的融资贷款为例，因为拥有了大量的企业行为数据，平台经营商可以较容易的

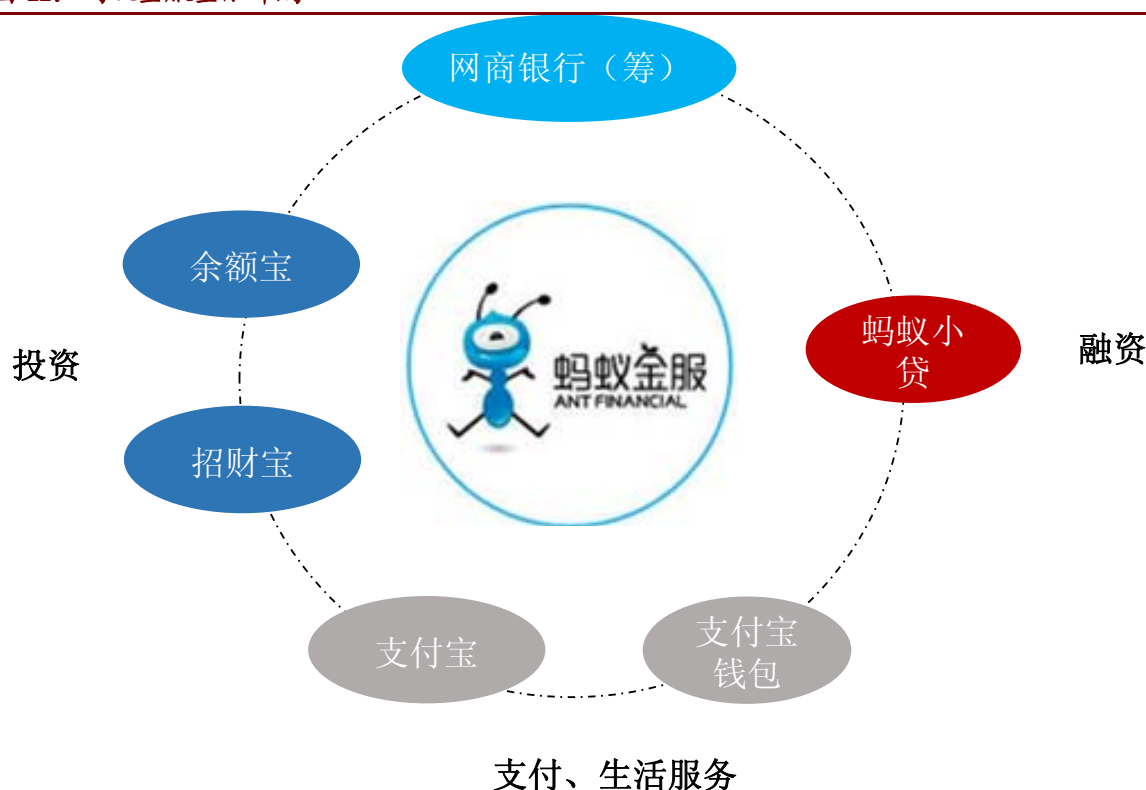
解决最受关注的征信环节，解决资金供给方与资金需求方的信息不对称问题，帮助小微企业获得贷款的同时获得相应的分成收益。

（三）掌握独有数据积累和变现模式，三大银行立足小微企业市场

1、蚂蚁金服：基于消费数据为小微企业和个人提供金融服务

背靠阿里集团的蚂蚁金服旗下拥有支付宝、支付宝钱包、余额宝、招财宝、蚂蚁小贷及（筹备中的）网商银行。蚂蚁金服几乎创造了一条完美的金融产业链——通过阿里小贷提供贷款业务，通过支付宝提供支付结算业务，通过资产证券化实现融资，此外还涉及担保、保险、基金等；随着 10 月初浙江网商银行的获批，可使其更便利地从事贷款、支付结算等业务，主要的突破在于能通过存款、同业负债等方式加杠杆、增规模。

图 11：蚂蚁金服金融布局



资料来源：宏源证券

云计算、大数据、信用体系是阿里金服的基础。在整个蚂蚁金服的业务体系中，支付、理财、融资、保险等业务板块仅是浮出水面的一小部分，真正支撑这些业务的则是水面之下的云计算、大数据和信用体系等底层平台。蚂蚁金服将以小微企业和普通消费者为主要用户，建立以数据、技术、交易这三个开放平台为核心的金融生态，支持和帮助合作伙伴，它将以云计算、大数据为底层，信用体系为基础，支撑包括支付、投融资、理财、保险、银行等在内的多种业务，共同为用户创造价值。

蚂蚁金融的服务核心在于“数据”而非“能力”。蚂蚁金服相关人员表示“按照我们的构想，蚂蚁金服未来立足于打造一个一站式金融消费平台，通过把支付、大数据和云计算能力开放给传统金融机构，来帮助传统金融机构完成在移动互联时代的转型，而不是更多地去自营金融业务。”蚂蚁金服的开放平台将帮助金融机构在移动互联网时代转型，

从以“能力”为服务核心向以“数据”为服务核心的方向转型，从以销售为中心的网点服务转型到以需求为中心的数据服务。

备受关注的网商银行是蚂蚁金服互联网金融的又一重大布局。蚂蚁金服的俞胜法表示，网商银行作为蚂蚁金服生态的一部分，会采取全网络化营运，为电子商务平台的小微企业和草根消费者提供有网络特色、适合网络操作、结构相对简单的金融服务和产品。俞胜法还透露，网商银行会坚持小存小贷的业务模式，主要满足小微企业和个人消费者的投融资需求，具体来说是指主要提供 20 万元以下的存款产品和 500 万元以下的贷款产品。网商银行的设立将真正打通资产端与负债端，吸收存款方面拥有阿里积累的多年 C 端用户基础，发放贷款方面拥有 B 端的小微企业用户基础，网商银行依靠强大的用户基础前景广阔。

2、前海微众银行：挖掘社交网络数据价值，服务小微企业和个人

依托腾讯巨大的客户资源，成为全国客户数目最多的银行。腾讯是前海微众银行的参大股东，可以想象，腾讯将在互联网技术、用户导入等方面给予前海微众银行极大的支持。尤其是在 C 端个人客户数目方面腾讯有着天然的用户优势，腾讯 2014 年三季度财务报告显示，QQ 月活跃账户数达到 8.2 亿，比去年同期增长 1%，QQ 智能终端月活跃账户达到 5.42 亿，比去年同期增长 36%，QQ 最高同时在线账户数达到 2.17 亿，比去年同期增长 22%，微信和 WeChat 的合并月活跃账户数达到 4.68 亿，比去年同期增长 39%。更加值得关注的是基于社交网络的腾讯用户的用户粘性更大、关联性更强，一旦其中一部分用户接受一种新的金融应用，很容易带动其他用户，这一点在年初的“微信红包”事件中得到了验证。

“平安系”高管，重视风控。风险控制与产品创新，是银行业的永恒命题，自今年 9 月份以来，微众银行高调招兵买马，发布一系列与“腾讯互联网金融项目”有关的职位。据了解，腾讯的要求比较高，行长一职必须对金融和互联网都有深刻的理解，除了原平安集团副总经理顾敏担任董事长，原陆金所副总经理黄黎明担任筹备组组长、副行长，分管个人消费信贷；原深圳银监局政策法规处处长秦辉担任副行长，分管后台与稽核外，其他高管也补充到位。源于“平安系”的微众高管团队展现了腾讯此次对微众银行在风险控制方面的高度重视。

打造金融生态圈，“个存小贷”重点服务个人消费者和小微企业。微众银行不仅仅是一家银行，还将利用母公司腾讯的网络客户、大数据等资源优势，与其他银行、金融机构及交易商、消费金融公司、P2P 等类金融机构合作，建成开放式的平台，构建金融生态系统。据了解，微众银行在申报过程中将具体方案由“大存小贷”改为“个存小贷”，以重点服务个人消费者和小微企业为特色，微众银行董事长顾敏此前表示，“大存”即对公存款难以通过线上实现，因而改为“个存”，更能体现腾讯优势，也更能解决老百姓的金融需求。

3、富国银行：社区银行实现超额利润，基于行业的数据风控是关键

遍布全美的社区银行模式，实现“小存小贷”。富国银行的战核心是其社区银行，社区银行占整个富国银行收入和利润的 60% 左右。借助广泛的网点布局和优质精良的服务，社区银行带来了低廉的存款业务以及收益较高的贷款业务。存款方面，社区银行可以吸收大量的社区居民的现金存款，而在美国活期的现金存款是没有利息或者利息极低的，这样整体的资金成本就可以被大大降低，数据显示，富国银行的现金存款占整个存款金额比重是 20% 左右，而花旗银行仅有 10%。贷款方面，社区银行同样受到小微企业小额贷款

青睐，同时其能提供更高的贷款利率，增加富国银行的利息收入。

重视并细化小微企业贷款，以信用贷款的模式优化小微企业贷款流程。制约小微企业贷款难的原因主要在于小微企业贷款的较高非利息支出以及企业本身的高风险性。非利息支出成本方面，富国银行意识到将大企业贷款流程应用在小企业身上是极其不经济的，因此 1994 年起，富国银行推行“企业通”，为年销售额 200 万美元以下的客户提供贷款，贷款上限为 10 万美元，不需要抵押物、财务信息，根据授信模型确定贷款额度，以自动审核替代人工审核，提高贷款利率。在评估小企业贷款风险方面，富国银行将小微企业贷款应用零售信贷的模式，通过信用评分对贷出的资产持续进行监督的重估，根据企业的信用表现定制化每家企业的利率，优异的风险定价能力，也帮助银行减少了坏账率，为高利率提供了保障。

表 2：富国银行贷款产品分类

贷款产品	企业通	小企业银行
目标客户	年销售小于 200 万美元，雇员在 0-9 个，企业有一定经营年限	年销售在 200-2000 万美元之间，雇员在 10-99 个
贷款额度	不超过 10 万美元	100 万美元或更高
申请方式	通过邮件、电话或柜台	客户经理

资料来源：公开资料，宏源证券

表 3：富国银行小微企业贷款流程的优化

传统流程	新流程
必须通过分析或者信贷官员进行审核	只需要邮件/电话或分行柜台进行申请
必须提供报税表、财务报表	无需提供这两表
由人工对申请进行仔细审核	2/3 的申请实现了电脑自动化审核、批复
需进行年度审核	无需定期审核，授信是“常青的”
通常需要担保物	通常不需要担保物
在企业贷款系统中簿记	在个人贷款系统中簿记
要求很低的贷款损失	因定价较高，可以允许较高的贷款损失

资料来源：公开资料，宏源证券

利用企业非财务数据细化风险评估体系。富国银行根据内部收集的清单分析小微企业客户的行业、地域、类型，研究和设计可提供的产品。首先，筛选客户，富国银行“企业通”产品的目标客户是那些经营年限较长（一般超过 10 年）同时贷款的记录较好的客户。其次，信息比对验证信用，富国银行要求申请贷款的小微企业客户根据银行要求提供相应的数据，富国银行则从内部数据库中收集与该小微企业有关的信用数据，通过验证双方的信用数据是否相符，排除潜在的坏账风险。最后，富国银行对满足前两个标准的小微贷款申请进行信用评分。富国银行的信用记分卡包括七项评估因子：行业、企业经营年限、账户存款余额、收入总额、经营场所、企业信用记录、企业金融资产和负债总额。

三、中国的“salesforce +lending club”，千万用户千亿市值

用友战略上高度重视企业用户数量的增加，质的成长，抓住本次机会将赢得与 BAT 未来一较高低的机会。公司是亚太本土领先的企业管理软件和企业移动应用、企业云服务提供商，互联网金融服务业务是公司转型战略中的核心业务。基于庞大企业用户群体数据

资产，公司具备强大风险控制能力和金融服务能力。随着互联网金融盈利模式的进一步确认，公司有望在新增市场通过免费以及轻量级的云服务跑马圈地，获得新增企业客户的绝大部分，获得实现金融的关键数据，用户将从变现 160 万中小企业、40 万大企业进入到千万级量级，巨大的用户将带来公司千亿的市值空间。

（一）小微企业云服务平台“畅捷通”

1、小微企业软件市场领先品牌

畅捷通是小微企业软件市场公认的领先品牌，在市场占有率、用户规模等方面皆是翘楚。根据计世资讯 2013 年的统计显示，畅捷通在中国小微企业财务软件市场持有 17.6% 的市场份额，在整个中国小微企业软件市场持有 3.8% 的市场份额。截止 2013 年底，畅捷通的软件产品已经与全国超过 2000 家分销渠道合作，软件产品的销售已经超过 60 万家。如今，针对小微企业由提供软件到提供云服务的转型，依靠原有的渠道销售伙伴推广将会实现有效的原有客户的云应用转化，提升产品的知名度，依靠老客户的强大基础逐渐拓展新兴客户，进一步壮大客户基础。

2、互联网思维下的云产品

畅捷通已经确定了定位于正在成长的中小企业软件行业和中国 IT 服务行业中新兴、快速成长的云服务领域，打造畅捷通云服务平台、云应用商店。畅捷通将继续提供以处理更敏感数据业务功能的会计处理产品，即 T 系列产品，包括传统 C/S 架构的产品如针对微型企业财务功能 T1 产品、为小型企业提供一体化软件服务的 T6 以及 T3 产品，以及能够实现“云+端”的 T+ 产品。与此同时，公司更加关注云应用产品的开发，已经可以提供免费使用的会计家园、工作圈、易代账、客户管家等应用。

会计家园是针对会计和税务认识的一个门户网站以及社交网络社区，通过这个平台他们能够讨论财税信息和实务的会计事项、分享经验和互相学习。会计家园可以聚集会计和税务的专业人士，平台规模将会不断壮大，形成良性循环。

工作圈是企业业务领域的社交平台，在互联网上为企业内部交流提供平台。平台为企业提供安全的私密的空间，方便用户进行工作沟通交流、合作以及分享。当于 T+ 系列产品相联系的时候，工作圈便可以实现机构内外共享信息进而极大的提高工作效率。

易代账是一款云端化的帮助客户管理其业务的财务状况并编制会计报表的应用。该应用与 T1 系列软件对应，能够实现日常交易记账并编制合适的财务报表。

客户管家是一个帮助用户管理客户关系的应用。此应用为销售人员提供方便取得客户信息并协助他们管理客户信息。客户管家让用户可以快速创建客户账户，该等账户随时可查并可持续加入新客户信息

以上介绍的云应用产品基本上实现了小微企业所需要的财务管理、业务管理、销售管理等日常的软件应用，更关键的是这些云应用简单易学且全部免费，适合小微企业的需求现状。

图 12：畅捷通产品概览

目标客户	财务	销售及采购	协同	CRM
微型企业	T1/易代账	T1/进销存	工作圈	客户管家
小型企业	T3→ T+ T6→ T+	T3→ T+ T6→ T+		

资料来源：畅捷通招股说明书，宏源证券整理

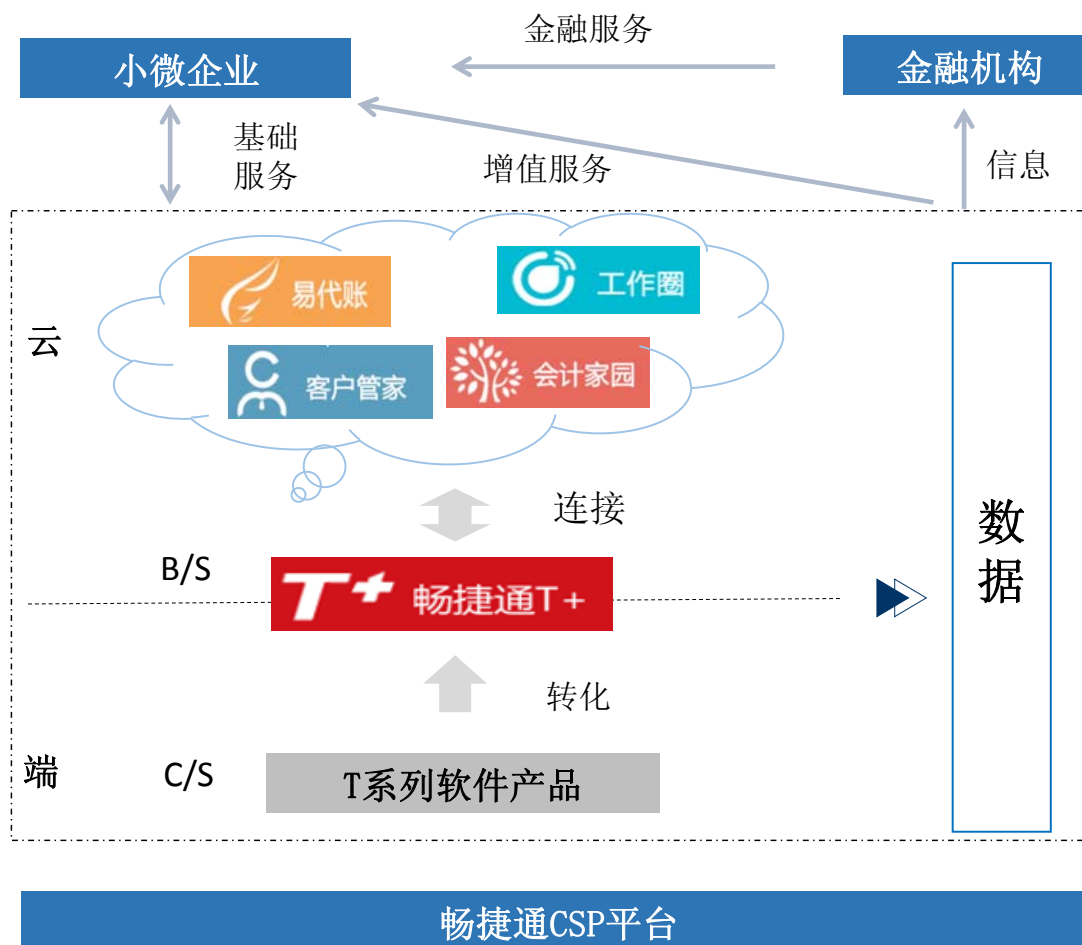
3、用友通信提供增值服务黏住客户

用友子公司开展移动转售业务将完善公司的一站式企业客户移动端解决方案能力，进一步黏住客户。2014 年 8 月用友软件子公司用友移动通信技术服务有限公司收到工信部《关于同意用友移动通信技术服务有限公司开展移动通信转售业务试点的批复》，用友移动通信技术服务有限公司与中国电信股份有限公司合作，在 21 个城市范围内开展移动通信转售业务试点。为了满足市场及用户需求，公司重新深度加工，在移动办公的基础电信需求的基础上，延展多元化服务。以通讯为入口，结合公司旗下上百款移动应用产品，业务上循环促进，服务上可实现为企业级客户提供全方位的移动应用体验与服务。

4、“基础服务+增值服务”打造畅捷通生态圈

畅捷通的 CSP 平台将形成定位与小微企业云服务，为小微企业提供“基础服务+增值服务”的畅捷通生态圈，提供更好的服务、不断增加用户基础形成良性循环。基础服务方面，畅捷通采取针对不同用户需求的“云+端”的模式，针对原有的小企业用户继续提供 C/S 架构的 T 系列产品同时引导它们向能够实现“云加端”的 T+系列产品转化；云应用推广上除了原有用户的云端转化，将利用会计家园、易代账、工作圈以及客户管家等免费业务逐渐吸引新客户。增值服务方面，随着用户数量的增加，将在畅捷通的平台上形成大量的结构化的数据，利用这些数据可以帮小微企业进行一系列的金融服务，包括贷款、理财等，进一步满足小微企业用户需求，实现用户规模的进一步积累。如果这一模式运行顺利，仅在云应用方面的企业用户数今年预计实现 15 万，2015 年预计 70 万家、2015 年预计 200 万。

图 13: 畅捷通 CSP 平台模式



资料来源: 宏源证券

(二) 友金所上线验证金融变现能力, 多种金融牌照形成服务矩阵

1、友金所上线验证金融变现能力

立足企业客户和数据资产, 联合深圳力合金融布局 P2P 网络借贷平台。P2P 竞争的关键在于资产端的获取能力和定价能力, 用友软件掌握 160 万中小企业和 40 万大型企业的金融需求和数据资源, 在客户基础与资产定价方面具有较强的比较优势。同时, 用友软件的品牌价值有利于获取更低成本的资金, 进而有利于平台获得更广阔的资产选取范围。友金所的另一股东力合金融在金融服务能力、经验和客户积累方面也都有较好的基础, 强强联合更易抢占制高点。

美国 P2P 公司 lending club 即将上市, 估值约 40 亿美金。lending club 借助自身设计的信用风险评估模型 lending club 为贷款人发放贷款, 相比于目前的银行系统, 投资人和借贷人通过该平台可以大大减少双方的交易成本和复杂性。对于投资人来说可以获得更好的回报, 而对于借贷者来说, 则可以获得相对较低的贷款利率。数据显示 lending club 的贷款成本 12.23% 低于银行的 17.12%, 投资收益 8.30% 高于银行活期的 0.06%, 实现了自身获利的同时为借贷双方皆创造了价值。截至 2014 年第二季度, Lending Club 平台共贷款 50 亿美元, 其中超过 10 亿美元贷款是在今年第二季度实现。投资者通过这些贷款获得的利息收入将近 4.94 亿美元。

图 14: lending club 线上交易平台



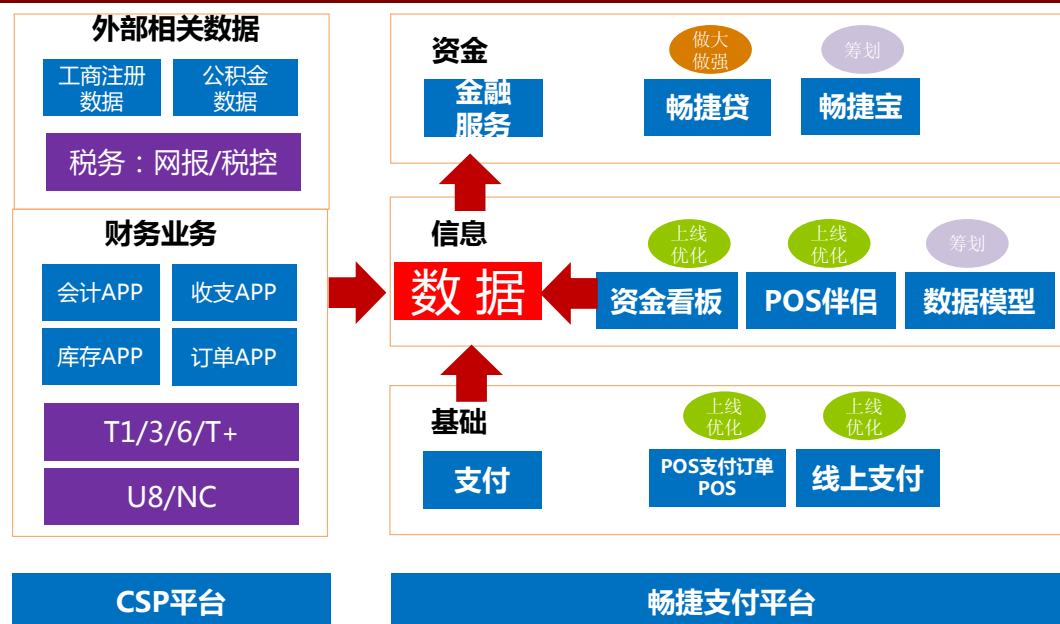
资料来源: lending club 招股说明书, 宏源证券整理

在中国, P2P 市场空间广阔, 目前行业正处于大洗牌的前夜, 行业格局即将发生巨变。P2P 的核心价值在于通过打破信息不对称和知识不对称, 将金融中介分割的价值分配给两端, 让融资者的成本更低, 让投资者的收益更高, P2P 中国实现了极大的发展, 目前行业有超 1000 家的 P2P 平台, 行业规模也超过 1000 亿元, 由于金融抑制下的空白需求大量存在, P2P 在中国未来市场空间巨大。经历野蛮生长后的中国 P2P 行业正处于关键拐点, 主要源于: 资本涌入加速行业分化; 未来政策的出台加速行业淘洗; 巨头进场加速行业变局。

2、打造多牌照金融矩阵

抢占金融牌照资源, 搭建“支付+数据+资金”的全方位金融服务体系。金融是用友软件战略转型的核心业务, 获取牌照是涉足金融业务的第一步, 用友软件已经在第三方支付牌照有所斩获, 预计未来将会有更多的动作。在业务层面, 用友软件将搭建线上支付和线下收单的支付体系, 整合软件数据、看板数据、税务等数据资源, 提供贷款、理财等资金服务, 形成集支付、数据、资金为一体的综合金融服务。

图 15：全牌照业务规划



资料来源：公司公开资料

多金融牌照形成服务矩阵，互联网金融服务空间打开。互联网金融服务生态逐渐完善，未来拥有多金融牌照的综合互联网金融服务将会成为极大的竞争实力。随着公司金融牌照的不断获取，将逐渐形成多金融牌照的综合服务矩阵。未来为给企业提供互联网理财、小贷、保理等互联网金融服务空间不断打开。

3、构建企业端用友金融生态，打造中国的“salesforce + lending club”

小微企业是数量庞大的企业端长尾市场，为了实现这个市场金融服务的覆盖，必须解决三个问题：服务成本、征信成本、海量客户。首先，降低单个客户服务成本；其次，利用大数据技术降低征信成本，解决投融资双方的信息不对称问题；最后，通过获取海量客户，使业务整体上有利可图。

对于服务成本的问题，通过网络办理金融业务实现了单个服务成本足够低。针对征信问题，为了解决信息不对称的问题，资金供给方或者第三方征信机构需要对资金需求方实地调研，征信成本居高不下，而大数据技术的出现使降低征信成本可以得到实现。当服务成本与征信成本足够低廉之后，单个客户就变得有利可图，但由于单个客户交易金额很小，所以需要获取海量客户，才能获取足够多的收入总额，覆盖金融企业的运营成本，从而实现盈利，客户数目尤为关键。

类似个人端的阿里金服，在企业端用友金融生态同样可以解决这三个问题。畅捷通通过云端服务的技术以互联网的方式宣传同时允许第三方开放机构接入，成功的解决了单个客户服务成本低的问题；小微企业在用友的云平台上进行内部管理等事项提供财务数据，利用畅捷支付的 POS 机进行交易提交了实际现金流水数据，这些数据都可以称之为“硬数据”，成为征信的基础；目前我国有 4600 万的小微企业，体量还在迅速增加中，这些都将是畅捷通潜在的用户，那么依托用友软件多年无人可比的企业用户基础以及畅捷通云应用迅速增加的新用户，千亿用户指日可待。

“数据、技术、交易”将是未来金融的关键词，企业端小微企业的长尾市场未来的互联网金融场将是以云计算、大数据为底层，信用体系为基础，提供包括支付、理财在内的

一系列金融股服务。其竞争的核心就是基础的用户数目，庞大的用户数目将一方面带来坚实的“大数据、云计算”底层基础，使得基础的信用体系更为牢靠，另一方面用友连接投资以及融资两端，在已有客户的基础上进行服务变现将变得更容易。用友软件云计算+金融服务闭环的商业模式相当于中国“salesforce+lending club”的组合，千万用户千亿市值可以期待。

四、投资建议

随着公司高端业务分拆、中端业务分销比例加大等业务优化结构动作不断进行，公司收入端受到的影响将逐渐消除。我们认为考虑到结构优化力度和行业客户情况，受到国产软件替代和高端客户产品更新等因素影响，高端业务有望实现持续稳定增长；中端业务有望趋于稳定；低端业务收入端由于受到宏观经济影响及云平台免费趋势的影响，存在进一步下滑可能。

我们认为公司传统业务正处于经营绩效稳步回升阶段，整体收入和净利润有望实现稳步增长。同时关注云端应用的企业数量将直接影响公司企业互联网战略的变现空间，因此相关服务的客户数量及相应业务服务变现能力将成为市场关注的热点。

投资建议。美国的创新和进步离不开其大量的中小企业，中国梦的实现离不开大量新增的服务业态的中小企业，用友服务于中国的全面转型，是国内最大的互联网金融企业用户入口，开展 toB 企业互联网服务优势明显，价值稀缺。预测 14/15 EPS 0.55/0.70 元，目标价 35 元，维持买入评级。

图 16：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	4,122	4,235	4,363	5,086	6,046	7,293
增长率		2.7%	3.0%	16.6%	18.9%	20.6%
主营业务成本	-624	-675	-1,645	-1,604	-1,914	-2,331
% 销售收入	15.1%	15.9%	37.7%	31.5%	31.7%	32.0%
毛利	3,499	3,560	2,717	3,482	4,131	4,962
% 销售收入	84.9%	84.1%	62.3%	68.5%	68.3%	68.0%
营业税金及附加	-139	-80	-53	-66	-79	-95
% 销售收入	3.4%	1.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-1,816	-1,938	-893	-1,419	-1,644	-1,962
% 销售收入	44.0%	45.7%	20.5%	27.9%	27.2%	26.9%
管理费用	-1,172	-1,275	-1,376	-1,526	-1,796	-2,093
% 销售收入	28.4%	30.1%	31.5%	30.0%	29.7%	28.7%
息税前利润 (EBIT)	372	268	395	471	613	813
% 销售收入	9.0%	6.3%	9.1%	9.3%	10.1%	11.1%
财务费用	-32	-57	-78	-1	53	73
% 销售收入	0.8%	1.3%	1.8%	0.0%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-38	-61	-87	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	302	151	230	470	666	885
营业利润率	7.3%	3.6%	5.3%	9.2%	11.0%	12.1%
营业外收支	296	284	334	305	305	310
税前利润	598	435	564	775	971	1,195
利润率	14.5%	10.3%	12.9%	15.2%	16.1%	16.4%
所得税	-55	-54	-78	-105	-131	-161
所得税率	9.2%	12.4%	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	543	382	486	670	840	1,034
少数股东损益	14	8	21	25	25	25
归属于母公司的净	529	374	465	645	815	1,009
净利率	12.8%	8.8%	10.7%	12.7%	13.5%	13.8%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	551	387	569	670	840	1,034
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	147	177	200	103	110	118
非经营收益	4	45	-4	-183	-282	-287
营运资金变动	-261	-102	-37	592	165	225
经营活动现金净流	441	508	727	1,181	833	1,089
资本开支	-281	-362	-372	1,143	146	150
投资	-333	-51	50	-1	0	0
其他	4	5	7	0	0	0
投资活动现金净流	-611	-408	-314	1,142	146	150
股权募资	71	20	67	0	0	0
债权募资	320	599	593	-1,100	0	1
其他	-235	-422	-458	-57	-150	-150
筹资活动现金净流	155	197	202	-1,157	-150	-149
现金净流量	-15	296	615	1,166	829	1,091
资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,397	1,697	2,100	3,265	4,095	5,186
应收款项	1,361	1,447	1,518	1,688	2,006	2,420
存货	23	20	22	31	37	45
其他流动资产	10	35	98	34	40	49
流动资产	2,791	3,199	3,738	5,018	6,178	7,699
% 总资产	51.1%	52.0%	51.7%	66.9%	70.9%	74.9%
长期投资	163	177	420	421	420	420
固定资产	1,132	1,389	1,597	1,665	1,725	1,777
% 总资产	20.7%	22.6%	22.1%	22.2%	19.8%	17.3%
无形资产	1,308	1,319	1,405	395	385	376
非流动资产	2,671	2,957	3,492	2,483	2,532	2,574
% 总资产	48.9%	48.0%	48.3%	33.1%	29.1%	25.1%
资产总计	5,462	6,156	7,230	7,501	8,710	10,273
短期借款	504	1,131	1,081	0	0	0
应付款项	872	1,024	1,165	1,337	1,589	1,919
其他流动负债	862	715	765	1,424	1,668	1,992
流动负债	2,239	2,869	3,011	2,761	3,256	3,911
长期贷款	180	159	337	337	337	338
其他长期负债	16	55	519	497	497	497
负债	2,435	3,083	3,867	3,594	4,090	4,745
普通股股东权益	2,956	2,994	3,227	3,746	4,434	5,317
少数股东权益	72	80	136	161	186	211
负债股东权益合计	5,462	6,156	7,230	7,501	8,710	10,273
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.648	0.382	0.485	0.554	0.699	0.866
每股净资产	3.622	3.058	3.323	3.857	4.566	5.475
每股经营现金净流	0.578	0.509	0.762	1.216	0.858	1.122
每股股利	0.600	0.220	0.400	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	17.90%	12.49%	14.41%	17.22%	18.37%	18.97%
总资产收益率	9.69%	6.08%	6.43%	8.60%	9.35%	9.82%
投入资本收益率	9.09%	5.38%	6.44%	8.60%	9.72%	11.05%
增长率						
主营业务收入增长率	38.38%	2.74%	3.01%	16.59%	18.86%	20.63%
EBIT 增长率	199.52%	-27.97%	47.37%	19.21%	30.09%	32.61%
净利润增长率	63.78%	-29.32%	24.30%	38.77%	26.26%	23.85%
总资产增长率	14.60%	12.72%	17.44%	3.75%	16.11%	17.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.0	110.9	112.9	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	12.0	11.5	4.6	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	120.2	139.6	72.3	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	70.5	74.4	81.8	71.4	60.7	50.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.55%	-13.27%	-5.51%	-62.26%	-70.60%	-78.72%
EBIT 利息保障倍数	11.7	4.7	5.1	361.4	-11.6	-11.2
资产负债率	44.58%	50.08%	53.49%	47.92%	46.96%	46.19%

资料来源：宏源证券

作者简介:

冯达:

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源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。