“百城千店”，剑指企业互联网服务生态圈

2016. 09. 24

强烈推荐

（首次覆盖）

计算机行业

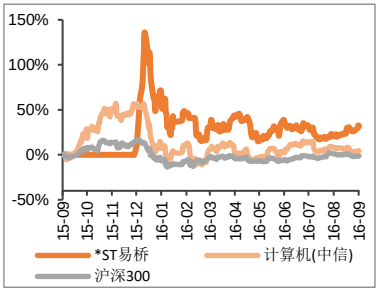
	李亚军(分析师)	庞倩倩（研究助理）
电话：	020-88863187	
邮箱：	liyj@gzgzhs.com.cn	pangqq@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310516060001	A1310116080002

投资要点：

- **转型互联网企业服务，长尾企业需求迫切。**公司 2016 年上半年扭亏为盈，实现归母净利润 1190 万元。业绩改善归功于公司收购神州易桥，转型为“互联网企业服务业务为主导，制造业务为支撑”的双轮发展模式。互联网企业服务自二季度并表，为公司中期业绩贡献归母净利 3059 万元，完成 2016 年承诺业绩的 38%。在大众创新、万众创业政策推动下，我国中小企业数量快速增加，去年年底已达 2168 万，占国内企业总数 99%，中小企业对于可提高流程效率、降低人员成本的互联网企业服务需求迫切。公司企业互联网服务业务有望受益于行业需求长期高增长。
- **以财税大管家导流，打造 020 智慧企业服务生态圈。**公司企业互联网服务业务的商业模式是以云平台为技术支撑，以免费提供“财税大管家”方式获取大量用户，通过提供增值服务方式获利。公司着力打造 020 智慧企业生态体系，线上通过神州网、财税大管家、移动端等交互界面与用户互动，线下推进“百城千店”计划目标建设不少于 1000 个企业服务中心。线上进展：截至去年 9 月，企业互联网业务服务用户已超过 200 万，其中 “神州网”上线 4 个月便获取用户 118 万，“财税大管家”累计用户 90 万。线下进展：自今年 4 月提出 “百城千店”计划以来，通过自营、加盟、收购的方式已成功孵化 98 家线下企业服务中心，下半年有望加速实现 2016 年 300 家门店的目标。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 16-18 年 EPS 分别是 0. 07、0. 11、0. 16 元，对应 PE 分别是 143、89、61 倍。公司企业互联网服务可变现用户数量庞大、业务拓展迅速、业绩弹性较高。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**“百城千店”推进不达预期。

财务摘要（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	268.90	356.26	416.18	457.47
同比（%）	-25.05%	32.48%	16.82%	9.92%
归属母公司净利润	-159.12	51.50	82.34	120.54
同比（%）	-	-	59.90%	46.40%
毛利率（%）	-14.07%	36.12%	43.98%	48.65%
ROE（%）	-20.30%	7.11%	10.50%	13.64%
EPS（元）	-0.21	0.07	0.11	0.16
P/E	-28.45	142.61	89.19	60.92
P/B	7.17	6.63	5.96	5.15
EV/EBITDA	-86.19	49.83	34.07	24.28

股价走势



股价表现

涨跌（%）	1M	3M	6M
ST 易桥	7.7	-5.1	1.48
计算机行业	-4.2	0.46	1.35
沪深 300	-2.92	4.95	2.98

基本资料

总市值（亿元）	79.41
总股本（亿股）	7.66
流通股比例	61.3%
资产负债率	14.64%
大股东	连良桂
大股东持股比例	16.78%

目录

1. 收购神州易桥，进军互联网企业服务 3

1.1 传统业务亏损收窄，转型互联网企业服务谋突破 3

1.2 神州易桥行业积累深厚，盈利持续稳定 4

2. 从财税大管家到企业服务生态圈，深度挖掘企业服务需求 5

图表目录

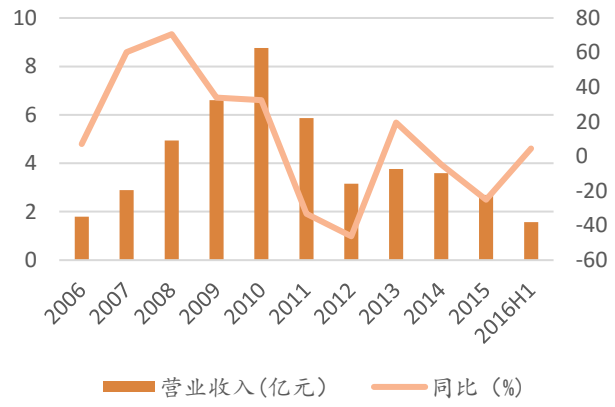
图表 1 传统业务盈利能力持续降低 3
图表 2 传统业务亏损收窄 3
图表 3 中小企业法人单位增速加快 4
图表 4 2015 年至今市场主体新登记户数处于高位 4
图表 5 神州易桥发展历程 4
图表 6 神州易桥财务状况良好 5
图表 7 承诺业绩稳步增加 5
图表 8 以“财税大管家”为核心的财税综合服务平台用户付费转化情况 5
图表 9 “326 工程”打造智慧企业服务生态圈 6
图表 10 “百城千店”顺利推进 6
图表 11 合伙人招募计划合作机制 7
图表 12 公司财务预测表 8

1. 收购神州易桥，进军互联网企业服务

1.1 传统业务亏损收窄，转型互联网企业服务谋突破

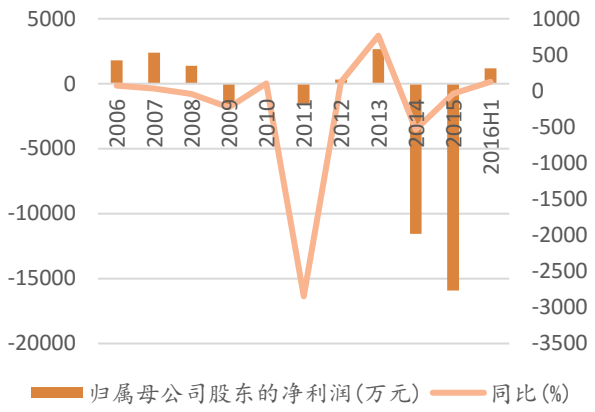
传统业务亏损收窄，后续有望得到改善：公司原有的主营业务为医药辅料的研发、生产和销售，主要产品为明胶、硬胶囊、胶原蛋白肠衣等；同时涉及肠衣等相关行业的投资、咨询与服务，是国内较早专业从事骨明胶生产的厂家，具有一定的品牌影响力。近几年，随着明胶行业竞争加剧，国内经济结构调整，下游食品、医药行业增速放缓，公司原有业务发展缓慢，2014、2015 及 2016 年上半年传统业务均出现亏损。但是 2016 年上半年传统主业营业收入 8727 万，归母净利润亏损 1867 万元，相比去年同期亏损 4252 万大幅减少，持续下滑状态得到缓解，后续有望通过业务调整改善持续亏损状态。

图表1 传统业务盈利能力持续降低



资料来源：公司公告、广证恒生

图表2 传统业务亏损收窄



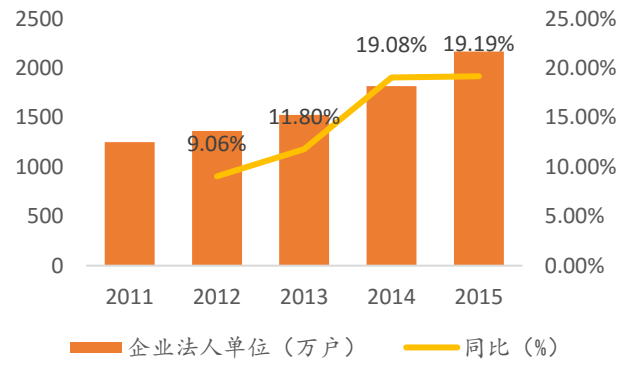
资料来源：公司公告、广证恒生

积极谋求转型，由传统制造业转型为双轮驱动：基于明胶行业发展现状短时间内难以改善以及公司自身持续亏损的现状，在稳定传统主业的前提下，公司通过产业并购，转型新兴产业，寻求新的利润增长点。公司通过收购神州易桥切入互联网企业服务，谋求业务突破。公司的业务模式也从传统的医药辅料制造商转变为“互联网企业服务业务为主导，制造业务为支撑”的双轮发展模式。

中小互联网企业化诉求强烈，互联网企业服务大有可为：目前我国正处于经济转型新时期，在大众创新、万众创业等政策支持下，市场主体快速增长，中小企业增长尤为明显。2016 年上半年新增市场主体 783.9 万家；截止 2015 年底，我国工商登记的中小企业已达 2168.4 万户，同比增长 19.19%。大多中小企业发展规模较小、人员数量有限；而优质的互联网企业服务可以有效提高企业流程效率，降低人员成本，所以中小企业对互联网企业服务需求显著，对互联网企业服务的深度、广度和效率要求不断提升。国家层面来看，2015 年开始密集发布了《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》、《关于加快构建大众创业万众创新支持平台的指导意见》、《关于印发<“互联网+税务”行动计划>的通知》等政策支持互联网企业化的建设以及推进互联网与各领域的深入融合和创新发展；行业层面来看，相较于发展已经相对成熟的 2C 市场，2B 互联网服务市场不论是市场容量还是市场渗透率都存在无限的想象空间；目前国内的 2B 互联网服务仍处于起步阶段，主要参与者是 BAT、传统软件行业等；但是目前国内仅有 20%的企业不同程度的引入了互联网、进行了互联网化，仍有巨大的市场需求未得到充分的开发和满足；技术层面，互联网企业服务的核心内涵在于互联网技术与相应的企业服务相融合，实现传统业务流程互联网化、云端化，作为核心技术的大数据与云计算发展迅速，工信部数据显

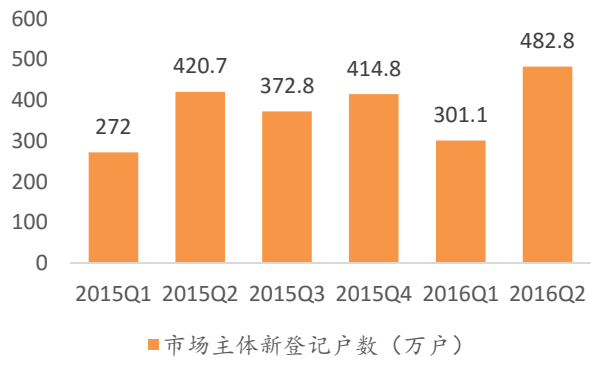
示 2015 年云计算带动上下游的产业规模超过 3500 亿元，云计算的发展必将带动互联网企业服务发展。**我们认为在目前企业总体数量尤其是中小企业数量快速增长的时期，可以提高企业流程效率与人员成本的 2B 互联网企业服务市场前景广阔；国家政策支持、上下游产业发展、相关行业核心技术的成熟将成为行业发展的助推器。**

图表3 中小企业法人单位增速加快



资料来源：中商产业研究院、广证恒生

图表4 2015年至今市场主体新登记户数处于高位



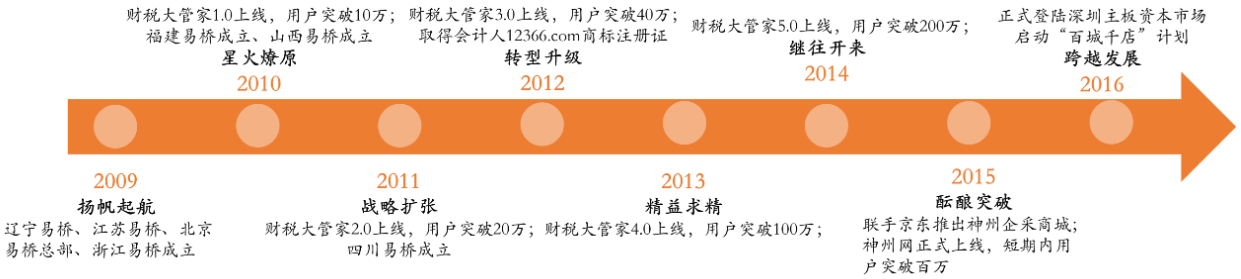
资料来源：中商产业研究院、广证恒生

1.2 神州易桥行业积累深厚，盈利持续稳定

公司积极落地转型战略，通过发行股份的形式收购神州易桥，同时为了增强上市公司的盈利能力和可持续发展能力，发行股份配套募集资金，用于标的公司智慧企业孵化云平台项目、企业大数据中心平台项目建设。

8 年业务积累深厚，020 企业服务初具规模：神州易桥成立于 2009 年，致力于向政府提供信息化解决方案及向企业提供管家式 020 服务。公司已经发展成为拥有核心研发能力的高新技术企业，能为中小微企业提供全周期一站式第三方服务，多层次满足其在工商代办、财税外包、办公服务、法律顾问等方面的需求，帮助中小微企业降低成本、提高效率、对接社会资源。目前公司已经形成了线上互联网平台+线下服务网点的 020 企业服务模式，业务覆盖 20 个省市自治区，350 余万家企业用户。

图表5 神州易桥发展历程

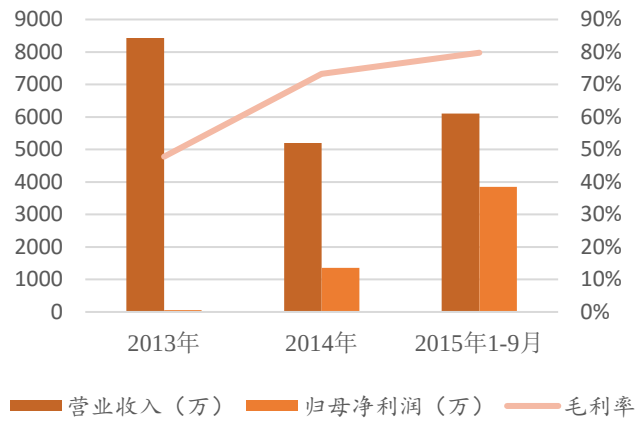


资料来源：公司官网、广证恒生

公司财务状况良好，期待持续盈利：神州易桥盈利能力稳定，2014、2015 年归母净利润均实现翻倍增长，近两年毛利率高于 70%。2016-2018 年承诺净利润分别为 8000、9400、10700 万元，复合增长率 15.6%，自二季度并表以来，为公司中期业绩贡献归母净利 3059 万元，完成业绩承诺的 38.2%，

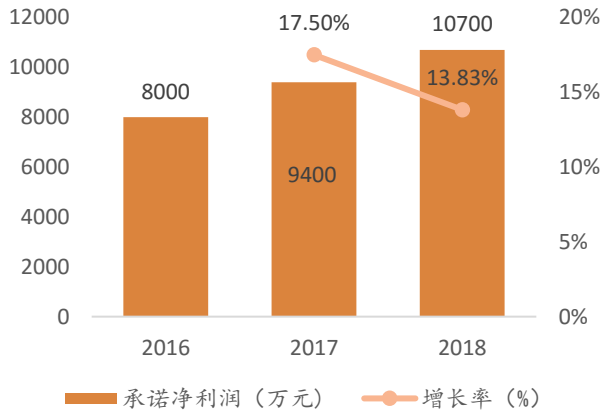
我们认为随着“智慧企业服务”020 生态体系建设逐渐深入，“362 工程”逐步完善，“百城千店”业务顺利开展，神州易桥有能力顺利完成业绩承诺，业绩持续稳定增长。

图表6 神州易桥财务状况良好



资料来源：公司公告、广证恒生

图表7 承诺业绩稳步增加



资料来源：公司公告、广证恒生

2. 从财税大管家到企业服务生态圈，深度挖掘企业服务需求

财税大管家积累过百万企业用户，打通客户链：财税大管家是公司的核心产品，是一款专为财会人员研发的集财税办公、学习与生活为一体的平台化应用系统。围绕企业财税人员的工作需求，提供财税体检、软件管家、数据保镖、专家咨询等更多服务，并为企业用户提供海量财税知识库、独特的数据安全保障、及时的政务信息推送以及全程跟踪的管家服务。从 2010 年上线财税大管家 1.0 至今已升级至财税大管家 5.0，为辽宁、山西、四川、福建等多个省市超过 200 万用户提供服务，积累了大量高粘性客户。财税大管家采用“软件免费、服务收费”的模式，结合远程协助以及线下运营团队提供技术援助等收费服务，用户的付费转化率长期维持在 20%以上。**我们认为，财税大管家软件业务增长与盈利已相对持续稳定，前期通过财税大管家积累的粘性用户为公司后续开展更为全面的 020 企业服务链接了客户源，打通中小微企业客户链。**

图表8 以“财税大管家”为核心的财税综合服务平台用户付费转化情况

期间	累计用户数量（户）	累计付费用户数量（户）	年均 ARPU 值	付费比例
2013 年	211,585	135,614	926.34	64.09%
2014 年	487,948	184,240	947.18	37.75%
2015 年 1-9 月	905,019	208,689	717.97	23.06%

资料来源：公司公告、广证恒生

配套融资加码智慧企业服务，“326 工程”剑指企业服务生态圈：上市公司在收购时通过配套融资募集 10 亿元，用于神州易桥智慧企业孵化云平台项目与企业大数据中心平台项目建设，同时明确了“智慧企业服务”020 生态体系建设目标，定义了智慧企业“326 工程”。“326 工程”战略目标体系即“三级战略”（现代服务业、企业互联网、大数据），“两条企业服务新干线”（标准化的顺利办、个性化顾问团），“六大互联网云端”（知识云、应用云、电商云、服务云、数据云、资源云），形成线上线下互动、数据应用共享、内外资源打通的立体企业服务，通过价值链传导构建完善的企业生态系统。“326 工程”详细、全面、多层次的描述了公司的发展规划与战略目标。我们认为公司可凭借综合能

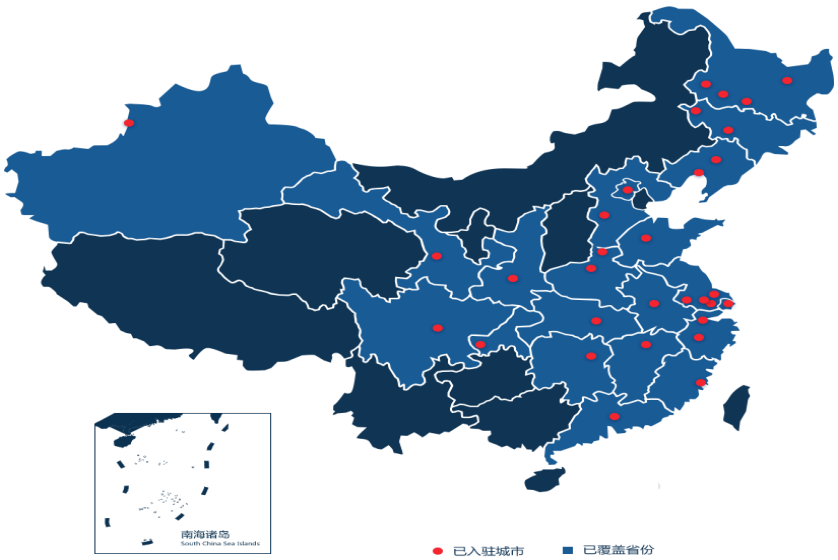
力体系以及专业技术基础逐步发展，最终形成完善的智慧企业服务生态系统，实现战略落地。

图表9 “326工程”打造智慧企业服务生态圈

资料来源：公司公告、广证恒生

“百城千店”整合行业优质资源，打通线上线下：在“326 工程”战略布局下，为了构建线上线下全程孵化体系，加速公司在全国范围内的业务布局，公司推进“百城千店”计划。公司计划三年内在中国最重要的 100 个城市建设不低于 1000 个线下企业服务中心，用于“顺利办”财税一体化平台线下运营服务。**公司将采用自建、加盟、收购的方式推进计划，目前已经在北京、山东、东莞、福建等地推进，目前顺利办自营服务店已达 98 家，有望在下半年顺利 2016 年建立 300 家门店的目标。**

图表10 “百城千店”顺利推进



资料来源：公司官网、广证恒生

- **自营：**使用募集资金投资项目智慧企业孵化云平台项目建设的线下服务部分的资金进行建设，由公司自付盈亏。
- **加盟：**通过加盟整合零散的中小微企业服务商，个人和企业均可以成为公司的事业合伙人，由公司专业部门进行评估认可，加盟授权后成为“顺利办”品牌加盟商，进行标准化管理，根据加盟商原有客户数量以及营业数据制定相应的加盟收益。
- **收购：**公司会优先选择从加盟商中收购合适标的的方式建立线下服务中心。

图表11 合伙人招募计划合作机制

	企业合伙人	个人合伙人
资质审查	合伙人企业具备财务咨询、代理记账、代办审计验资、人事社保、资质审批等一种或多种业务受理能力，具有一定经营规模和固定营业场所，提出申请，经神州顺利办工作人员审核后即可加入。	合伙人须具备财务咨询、代理记账、代办审计验资、知识产权办理、资质审批办理等业务的从业经历，提出申请，经神州顺利办工作人员审核后即可加入。
支持政策	1、筹备支持 2、装修支持 3、培训支持 4、营销支持 5、管理支持 6、服务支持 7、广告支持	1、业务能力提升 2、服务能力的提升 3、管理能力的提升
业务流程	申请咨询——合作洽谈——签订协议——入驻成功	

资料来源：公司官网、广证恒生

图表12公司财务预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	308	457	501	652
现金	132	202	267	430
应收账款	49	55	57	54
其它应收款	2	9	6	6
预付账款	21	18	18	19
存货	74	135	117	109
其他	30	38	36	35
非流动资产	705	735	661	590
长期投资	103	151	113	122
固定资产	448	430	373	316
无形资产	36	39	39	40
其他	118	115	135	113
资产总计	1013	1193	1162	1242
流动负债	239	389	294	282
短期借款	30	154	68	59
应付账款	96	92	94	94
其他	113	143	132	129
非流动负债	71	58	44	16
长期借款	63	51	36	8
其他	8	7	9	8
负债合计	311	447	338	298
少数股东权益	64	63	64	66
股本	472	472	472	472
资本公积	386	386	386	386
留存收益	-227	-176	-98	21
归属母公司股东权益	631	683	760	879
负债和股东权益	1013	1193	1162	1242

利润表	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	269	356	416	457
营业成本	307	228	233	235
营业税金及附加	9	5	4	6
营业费用	17	20	20	20
管理费用	65	62	57	61
财务费用	20	0	0	0
资产减值损失	62	33	42	46
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	87	58	49	65
营业利润	-123	66	109	154
营业外收入	2	3	2	2
营业外支出	22	12	15	16
利润总额	-143	57	95	140
所得税	5	7	12	18
净利润	-149	50	83	123
少数股东损益	10	-1	1	2
归属母公司净利润	-159	51	82	121
EBITDA	-101	94	132	177
EPS（摊薄）	-0.21	0.07	0.11	0.16

现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	17	-62	91	111
净利润	-149	51	82	121
折旧摊销	43	36	37	37
财务费用	20	0	0	0
投资损失	-87	-58	-49	-65
营运资金变动	111	-80	18	16
其它	80	-12	2	2
投资活动现金流	74	-7	86	97
资本支出	-54	-3	26	24
长期投资	-43	-40	8	8
其他	171	35	52	65
筹资活动现金流	-182	140	-112	-45

主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-25.0%	32.5%	16.8%	9.9%
营业利润增长率	-3.7%	153.9%	63.6%	42.0%
归属于母公司净利润增长率	-	-	59.9%	46.4%
获利能力				
毛利率	-14.1%	36.1%	44.0%	48.7%
净利率	-55.3%	14.1%	20.0%	26.8%
ROE	-20.3%	7.1%	10.5%	13.6%
ROIC	-19.3%	5.2%	8.9%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	30.7%	37.5%	29.1%	24.0%
净负债比率	45.26%	62.64%	51.14%	43.72%
流动比率	1.29	1.18	1.70	2.31
速动比率	0.98	0.83	1.31	1.92
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.32	0.35	0.38
应收账款周转率	4.62	6.84	7.44	8.26
应付账款周转率	3.25	2.41	2.50	2.50
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	-0.21	0.07	0.11	0.16

短期借款	-68	124	-86	-10	每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	-0.13	0.19	0.23
长期借款	-56	-13	-15	-28	每股净资产(最新摊薄)	1.34	1.45	1.61	1.86
普通股本增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积金增加	0	0	0	0	P/E	-28.45	142.61	89.19	60.92
其他	-59	29	-12	-7	P/B	7.17	6.63	5.96	5.15
现金净增加额	-92	71	64	163	EV/EBITDA	-86.19	49.83	34.07	24.28

资料来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地　址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电　话：020-88836132，020-88836133
邮　编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。