

2017年08月15日

神州易桥 (000606.SZ)

## 业绩符合预期, 全力打造企业“赋能者”

### ——神州易桥 2017 中报点评

■中中报业绩符合预期。2017 上半年, 公司实现营业收入 2.26 亿元, 同比增长 44.00%, 其中企业互联网服务业务收入 1.09 亿元, 同比增长 112.66%。实现归母净利润-3851 万元, 同比下降 423.39%。

■企业管家项目投入加大, 对公司整体净利润造成一定影响。子公司易桥财税上半年实现营收 1.08 亿元, 净利润 4067 万元, 募投项目企业管家贡献收入 61 万元。上半年公司销售费用同比增长 487.80%, 管理费用同比增长 133.60%, 其中研发投入同比增长 464.99%, 均主要由于企业管家项目的投入加大所致, 对公司整体净利润造成一定程度影响。

■企业服务内容与品牌均再上台阶。上半年公司基于各地政策, 打包开发了一系列企业服务产品, 满足了企业客户的多样化需求。通过线下门店、机场、高铁等多渠道营销, 并联合各地创始人, 举行各类行业会议, “神州顺利办”在企业服务领域的品牌效应得到进一步提升。

■整合资本、资源, 打造企业服务强大“军团”。上半年公司启动将“神州顺利办”的线下门店逐步并入上市公司管控体系, 以 2.7 亿元受让宁波神州开元会计服务有限公司 60% 股权, 以 2.5 亿元对霍尔果斯快马财税管理服务有限公司增资持有 29.41% 股权, 以 3 亿元对霍尔果斯易桥快马企业管理咨询有限公司进行增资持有 75% 股权, 通过资本、资源的全新整合, 正全力打造企业服务领域的强大“军团”。

■聚焦“赋能”, 提供企业一站式服务: 参照中报披露, 下半年公司将聚焦“赋能”, 计划通过“城市赋能灯塔”, 一站式集合企业用户刚需, 打造企业服务的“超级市场”。以“灯塔旗舰店”和“神州顺利办”作为大中心和小社区的一高一低分级搭配, 实现从客户服务承接到高端资源落地的全覆盖, 达到逐级赋能和反向导流的效果。

■员工持股计划彰显高管团队坚定信心: 公司计划进行三年三期合计不超过 10 亿元的员工持股计划, 目前已经启动实施了第一期合计 2 亿元的方案, 董事长、CFO 等众多高管参与认购, 彰显了对于公司未来长期发展的强大信心。

■投资建议: 在企业运营服务方面, 通过资本和产业的捆绑, 让成员企业形成企业矩阵, 乃至彼此赋能关系的企业军团, 是公司的核心竞争

## 公司动态分析

证券研究报告

中成药

投资评级 **买入-A**

维持评级

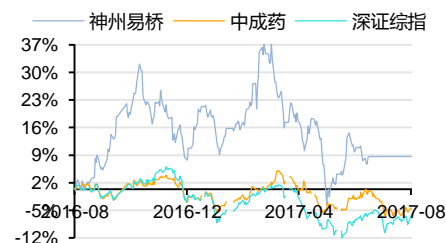
6 个月目标价: **15.00 元**

股价 (2017-06-30) **10.19 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	7,803.50
流通市值 (百万元)	4,772.93
总股本 (百万股)	765.80
流通股本 (百万股)	468.39
12 个月价格区间	9.05/12.87 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-0.33	8.91	15.14
绝对收益	0.0	12.6	10.76

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-35082010

徐文杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070001  
xuwj@essence.com.cn  
010-83321050

### 相关报告

神州易桥: 巨额员工持股计划彰显信心, 产业基金构建基于“百城千店”的产投融大平台/胡又文	2017-03-05
神州易桥: Q4 单季经营性现金流净额大增, 企业服务业务形势大好/胡又文	2017-02-27
神州易桥: 并购基金受让神州开元股权, 加速财税服务跑马圈地/胡又文	2017-02-16
神州易桥: 携手百望, 纳税云平台+企业级服务平台雏形渐成/胡又文	2016-12-29
神州易桥: 携手前海联控,	

力所在。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.23 和 0.31 元，“买入-A”评级，6 个月目标价 15 元。

■风险提示：产业整合风险，新业务进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	268.9	411.9	576.6	749.6	974.5
净利润	-159.1	45.8	177.3	239.8	360.9
每股收益(元)	-0.21	0.06	0.23	0.31	0.47
每股净资产(元)	0.83	3.65	3.72	4.04	4.51

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-49.0	170.3	44.0	32.5	21.6
市净率(倍)	12.2	2.8	2.7	2.5	2.3
净利润率	-59.2%	11.1%	30.7%	32.0%	37.0%
净资产收益率	-21.2%	1.4%	6.1%	7.6%	10.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-16.6%	7.4%	8.3%	25.6%	41.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	268.9	411.9	576.6	749.6	974.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	306.7	283.5	328.7	427.3	462.9	营业收入增长率	-25.0%	53.2%	40.0%	30.0%	30.0%
营业税费	8.7	6.0	15.7	15.7	23.5	营业利润增长率	3.7%	-137.0%	289.9%	38.2%	53.6%
销售费用	17.2	31.8	27.4	35.6	44.8	净利润增长率	37.7%	-128.8%	286.9%	35.3%	50.5%
管理费用	64.7	67.9	85.9	111.7	143.7	EBITDA 增长率	12.2%	-244.4%	79.3%	31.1%	58.9%
财务费用	19.8	4.7	-44.9	-63.3	-72.3	EBIT 增长率	7.6%	-148.6%	164.3%	37.3%	67.3%
资产减值损失	62.4	1.9	32.1	17.0	24.6	NOPLAT 增长率	23.9%	-135.5%	196.6%	33.6%	62.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-20.9%	166.2%	-56.7%	1.0%	-1.0%
投资和汇兑收益	87.4	29.5	46.0	40.0	30.0	净资产增长率	-18.8%	305.3%	2.1%	8.2%	11.5%
<b>营业利润</b>	-123.2	45.6	177.7	245.7	377.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-20.2	-1.8	15.0	15.0	15.0	毛利率	-14.1%	31.2%	43.0%	43.0%	52.5%
<b>利润总额</b>	-143.5	43.7	192.7	260.6	392.3	营业利润率	-45.8%	11.1%	30.8%	32.8%	38.7%
减:所得税	5.3	2.6	15.4	20.8	31.4	净利润率	-59.2%	11.1%	30.7%	32.0%	37.0%
<b>净利润</b>	-159.1	45.8	177.3	239.8	360.9	EBITDA/营业收入	-22.7%	21.4%	27.5%	27.7%	33.9%
						EBIT/营业收入	-38.5%	12.2%	23.0%	24.3%	31.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	639	393	275	201	147
货币资金	131.9	1,002.2	1,994.4	2,226.5	2,594.8	流动营业资本周转天数	92	44	69	73	70
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	535	698	1,136	1,207	1,071
应收账款	51.2	67.5	97.1	124.5	162.9	应收账款周转天数	78	48	48	49	49
应收票据	21.4	24.1	36.8	45.8	60.8	存货周转天数	163	86	67	62	57
预付账款	21.0	16.5	23.0	31.1	39.5	总资产周转天数	1,566	1,811	1,972	1,606	1,370
存货	74.3	94.9	109.9	149.4	158.3	投资资本周转天数	933	985	733	343	264
其他流动资产	8.5	83.4	90.0	97.3	106.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	95.5	215.5	215.5	215.5	215.5	ROE	-21.2%	1.4%	6.1%	7.6%	10.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-14.7%	1.3%	5.6%	6.8%	9.2%
长期股权投资	103.0	105.3	104.2	104.7	104.4	ROIC	-16.6%	7.4%	8.3%	25.6%	41.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	448.1	450.4	429.0	407.6	386.2	销售费用率	6.4%	7.7%	4.8%	4.8%	4.6%
在建工程	20.2	-	-	-	-	管理费用率	24.0%	16.5%	14.9%	14.9%	14.8%
无形资产	36.2	62.8	58.6	54.7	51.0	财务费用率	7.4%	1.1%	-7.8%	-8.4%	-7.4%
其他非流动资产	2.1	956.6	5.0	5.8	5.8	三费/营业收入	37.8%	25.4%	11.9%	11.2%	11.9%
<b>资产总额</b>	1,013.4	3,129.7	3,188.7	3,501.0	3,917.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	30.0	-	-	-	-	资产负债率	30.7%	9.0%	8.7%	9.9%	10.3%
应付账款	143.2	132.9	153.8	200.1	216.7	负债权益比	44.2%	9.9%	9.5%	11.0%	11.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.29	6.00	9.98	9.14	9.36
其他流动负债	17.3	66.3	64.5	73.4	95.0	速动比率	0.90	5.52	9.51	8.63	8.89
长期借款	63.4	-	-	-	-	利息保障倍数	-5.21	10.80	-2.95	-2.88	-4.22
其他非流动负债	8.0	67.0	41.5	52.2	68.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	310.7	281.8	277.1	344.9	402.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	63.8	56.1	56.1	56.1	56.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	472.1	765.8	765.8	765.8	765.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	159.0	1,907.4	2,084.7	2,324.5	2,685.3						
<b>股东权益</b>	702.7	2,847.9	2,906.6	3,146.3	3,507.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	-0.21	0.06	0.23	0.31	0.47
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BVPS(元)	0.83	3.65	3.72	4.04	4.51
净利润	-148.8	41.2	177.3	239.8	360.9	PE(X)	-49.0	170.3	44.0	32.5	21.6
加:折旧和摊销	42.6	39.1	25.6	25.3	25.0	PB(X)	12.2	2.8	2.7	2.5	2.3
资产减值准备	62.4	1.9	32.1	17.0	24.6	P/FCF	-49.4	-7.1	7.1	34.3	21.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	29.0	18.9	13.5	10.4	8.0
财务费用	20.4	5.8	-44.9	-63.3	-72.3	EV/EBITDA	-142.2	85.6	35.8	26.2	15.3
投资损失	-87.4	-29.5	-46.0	-40.0	-30.0	CAGR(%)	-217.2%	106.2%	38.1%	39.5%	29.3%
少数股东损益	10.3	-4.6	-	-	-	PEG	0.2	1.6	1.2	0.8	0.7
营运资金的变动	111.6	-90.3	-55.6	-24.4	-23.3	ROIC/WACC	-1.7	0.7	0.8	2.6	4.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	20.6	22.0	88.4	154.3	284.9	REP	-8.5	6.2	9.6	3.0	1.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	74.0	-56.6	47.2	39.4	30.3						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-182.5	902.0	44.9	63.3	72.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

胡又文、徐文杰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034