

2017年11月28日

证券研究报告·动态跟踪报告

神州易桥 (000606) 计算机

当前价: 9.00 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

百城千店顺利实施，企服龙头快马加鞭

投资要点

- **事件:** 公司发布公告，第一期员工持股计划完成股票购买，以均价 10.114 元/股共买入约 1876 万股公司股票。
- **A 股企业服务龙头，百城千店完成构建。** 公司于 2016 年通过重大资产重组登陆资本市场，是 A 股企业服务龙头企业，主要以“连锁化”、“互联网化”的 O2O 模式为中小微企业提供全程孵化和一站式综合服务。目前主要拥有代理记账、顾问咨询等两大业务。业务主体易桥财税科技 2016-2018 年业绩承诺为 8000 万、9400 万和 1.07 亿元，2016 年承诺业绩完成率为 104%。

我们认为，公司业务布局可大致分为两个阶段：

1) 前期拓展: 公司开展“百城千店”计划构建面向企业“最后一公里”的运营中心。截至 9 月 30 日，公司已拥有超过 5000 家线下门店，服务专员 6 万余人，跑马圈地阶段基本完成。

2) 后期赋能: 公司主要以代理记账业务为主，是与客户业务深度链接的锚。如何对现有线下门店进行赋能，输出更多增值服务和产品，形成以代理记账为原点、逐步拉动 ARPU 值的业务态势将是公司未来业绩的核心看点。目前，“城市赋能灯塔”已在武汉等地落地。

- **控费增效将是未来重点关注。** 前三季度，公司企业互联网服务业务营收大幅提升带动整体业绩同比增长 38.8%。与此同时，公司期间费用率大幅增加 36.28pp，其中销售费用、管理费用大幅提升 551%和 133%，系子公司企业管家加大拓展力度所致。我们认为，公司目前处于市场开拓期，品牌建设至关重要，期间费用影响下公司业绩将呈现较大弹性。如何控费增效是未来需要密切关注的重点。
- **剥离传统主业，提升盈利能力。** 公司拟以 3.7 亿元转让明胶有限等传统主业，将显著提升公司盈利能力，公司现金流得到有效补充，提速企业服务业务布局。
- **高管深度介入员工持股，彰显对公司业绩的坚定信心。** 公司完成第一期员工持股计划，累计买入 1876 万股公司股票，成交均价为 10.114 元/股(倒挂约 10%)，占总股本的 2.45%。董事长彭聪等公司高管参与员工持股计划，体现了对公司未来发展的坚定信心。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑明胶业务剥离影响，我们预计 2017-2019 年实现归母净利润 2976 万、6545 万和 1.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.04 元、0.09 元、0.19 元，公司是 A 股企业服务龙头标的，线下布局完善高效，建议持续关注。
- **风险提示:** 宏观经济不景气的风险，业务拓展或不及预期的风险，规模扩张引起的管理风险，并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	411.86	629.65	825.85	1116.59
增长率	53.16%	52.88%	31.16%	35.20%
归属母公司净利润(百万元)	45.82	29.76	65.45	146.25
增长率	128.80%	-35.04%	119.90%	123.44%
每股收益 EPS(元)	0.06	0.04	0.09	0.19
净资产收益率 ROE	1.45%	0.97%	2.10%	4.50%
PE	150	232	105	47
PB	2.47	2.56	2.50	2.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸

执业证号: S1250517030001

邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱

电话: 010-57631198

邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.66
流通 A 股(亿股)	4.72
52 周内股价区间(元)	9.0-12.87
总市值(亿元)	68.92
总资产(亿元)	39.68
每股净资产(元)	3.55

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设：

假设 1：明胶业务稳定增长，毛利率维持在 10%；

假设 2：各业务线条协同发展，ARPU 值有所提升，带动企业互联网服务整体收入快速增长，毛利率逐步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
明胶业务	收入	240.4	252.4	260.0	267.8
	增速	-10.6%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
企业互联网服务	收入	171.5	377.3	565.9	848.8
	增速	-	120.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	59.0%	60.0%	63.0%	64.0%
合计	收入	411.9	629.7	825.8	1116.6
	增速	53.2%	52.9%	31.2%	35.2%
	毛利率	31.2%	40.0%	46.3%	51.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	411.86	629.65	825.85	1116.59	净利润	41.18	26.75	58.82	131.43
营业成本	283.54	378.06	443.35	546.57	折旧与摊销	39.09	38.92	38.92	38.92
营业税金及附加	5.99	8.82	11.56	15.63	财务费用	4.65	-5.44	-6.21	-7.86
销售费用	31.84	160.56	173.43	228.90	资产减值损失	1.88	2.00	2.00	2.00
管理费用	67.93	132.23	148.65	200.99	经营营运资本变动	-67.60	-79.79	-48.29	-81.24
财务费用	4.65	-5.44	-6.21	-7.86	其他	2.83	-78.64	-26.92	-12.60
资产减值损失	1.88	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	22.04	-96.19	18.32	70.65
投资收益	29.54	80.00	15.00	15.00	资本支出	-971.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	915.35	80.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-56.56	80.00	15.00	15.00
营业利润	45.58	33.42	68.07	145.36	短期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.85	-5.02	-5.60	-5.79	长期借款	-63.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.73	28.41	62.47	139.58	股权融资	1992.60	0.00	0.00	0.00
所得税	2.55	1.66	3.65	8.15	支付股利	0.00	-9.16	-5.95	-13.09
净利润	41.18	26.75	58.82	131.43	其他	-997.18	-127.82	6.21	7.86
少数股东损益	-4.64	-3.02	-6.63	-14.82	筹资活动现金流净额	901.98	-136.98	0.25	-5.23
归属母公司股东净利润	45.82	29.76	65.45	146.25	现金流量净额	867.46	-153.17	33.57	80.42
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1002.19	849.01	882.59	963.01	成长能力				
应收和预付款项	108.03	173.87	220.99	294.91	销售收入增长率	53.16%	52.88%	31.16%	35.20%
存货	94.94	126.09	159.84	193.12	营业利润增长率	136.98%	-26.66%	103.64%	113.56%
其他流动资产	83.41	127.52	167.25	226.13	净利润增长率	127.67%	-35.04%	119.90%	123.44%
长期股权投资	105.33	105.33	105.33	105.33	EBITDA 增长率	246.95%	-25.09%	50.62%	75.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	450.37	419.33	388.30	357.27	毛利率	31.16%	39.96%	46.32%	51.05%
无形资产和开发支出	1054.10	1046.82	1039.53	1032.25	三费率	25.35%	45.64%	38.25%	37.80%
其他非流动资产	231.38	230.77	230.17	229.56	净利率	10.00%	4.25%	7.12%	11.77%
资产总计	3129.74	3078.74	3194.00	3401.58	ROE	1.45%	0.97%	2.10%	4.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.32%	0.87%	1.84%	3.86%
应付和预收款项	156.60	206.72	259.07	332.44	ROIC	4.48%	1.65%	3.53%	7.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.69%	10.63%	12.20%	15.80%
其他负债	125.24	125.13	135.17	151.05	营运能力				
负债合计	281.84	331.85	394.25	483.48	总资产周转率	0.20	0.20	0.26	0.34
股本	765.80	765.80	765.80	765.80	固定资产周转率	0.92	1.45	2.05	3.00
资本公积	2084.97	2084.97	2084.97	2084.97	应收账款周转率	7.44	7.57	6.88	7.06
留存收益	-177.55	-156.95	-97.45	35.71	存货周转率	2.88	3.13	2.96	3.02
归属母公司股东权益	2791.82	2693.82	2753.32	2886.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.50%	—	—	—
少数股东权益	56.08	53.06	46.43	31.62	资本结构				
股东权益合计	2847.90	2746.89	2799.75	2918.09	资产负债率	9.01%	10.78%	12.34%	14.21%
负债和股东权益合计	3129.74	3078.74	3194.00	3401.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.00	4.82	4.37	4.03
					速动比率	5.56	4.34	3.88	3.56
					股利支付率	0.00%	30.79%	9.09%	8.95%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.04	0.09	0.19
					每股净资产	3.65	3.52	3.60	3.77
					每股经营现金	0.03	-0.13	0.02	0.09
					每股股利	0.00	0.01	0.01	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	89.32	66.91	100.78	176.43					
PE	150.42	231.57	105.30	47.13					
PB	2.47	2.56	2.50	2.39					
PS	16.73	10.95	8.35	6.17					
EV/EBITDA	63.58	86.95	57.39	32.33					
股息率	0.00%	0.13%	0.09%	0.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn