

庞大用户基数造就行业双千亿巨头

增持 维持

投资要点:

- 美国经济迅速回暖并高速增长来自中小微企业支撑,为我国经济增长带来巨大启示。
- 未来如何激发中小微企业活力、如何促进转型升级、如何降低融资成本、如何创新将是国家领导人一致高度重视的关键问题。

报告摘要:

- 中小微企业将成为中国经济腾飞的重要支撑,带来强劲乘数效应和社会效益。2008年经济危机后,美国经济回暖复苏的动力来自中小微企业服务业的重要支撑,从企业总数上看,美国小企业的数目占到接近整个国家企业数目的98%,是美国经济中最具活力的部分。另外,我国制造成本优势日趋萎缩,我国人工成本与总制造成本与美国相比,优势不再凸显。未来随着美国新能源的普及带来的能源成本下行与大规模的制造业回流,我国未来经济增长将更多需要依靠人力资本质量提升和技术进步,让创新型中小微企业成为驱动发展新引擎。
- 基于产业互联网的新生态将是对传统产业链的全方位重塑。产业互联网具备整合消费者、制造商、渠道商和供应商的网络效应,有助于搭建协作共赢的智能生态网络,从而推进跨界融合,形成更高效创新生态,成为新兴业态加速涌现的重要源泉。基于企业端的封闭网络打造有助于在提高传统业务粘性的基础上,迅速实现新增业务布局卡位,增强业务间协同性与粘性,建立了长期有效的经营壁垒。因此,产业互联网龙头企业未来价值将凸显,以传统业务为入口,以增值服务延展业务布局,在公司自己打造的企业客户网络中,不断实现基于“传统业务+增值服务”的业务链条式拓展,完善公司行业生态服务体系,打造持续的竞争优势。
- 我们认为,通过庞大客户群体提供管理、财务、税务等服务的企业有望实现数据、金融等业务的快速变现。具备庞大用户体量基础和较好客户粘性的公司有望率先受益,成长为千亿级别的行业龙头。重点推荐:用友软件、航天信息。

重点公司	股价	13EPS	14EPS	15EPS	PE	PB	评级
用友软件	29.05	0.57	0.55	0.70	52.82	10.33	买入
航天信息	38.65	1.18	1.32	1.65	26.62	5.53	买入

计算机行业研究组

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

研究助理:

郁琦

电话: 010-88085151

Email: yuqi@hysec.com

市场表现



相关研究

《航天信息: 公共安全中大单, 税控客户放量》

2015/1/5

《用友软件: 服务小微企业, 千万用户千亿市值》

2014/12/04

《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

目录

一、中小微企业：经济增长的持续动力	4
(一) 中小微企业是经济增长的重要引擎	4
(二) 政策鼓励创新，中小微企业数量骤增	5
1、企业注册制的改变带来小微企业数量骤增	6
2、释放中小微企业活力的基础是成本的降低和效率的提高	6
二、产业互联网是对传统产业链的全方位重塑	7
(一) 客户具有行业化特征，盈利能力放大	7
(二) 打造企业端的网络效应	7
三、推荐标的：服务千万小微企业的千亿市值公司	8
(一) 用友软件	8
(二) 航天信息	9

插图

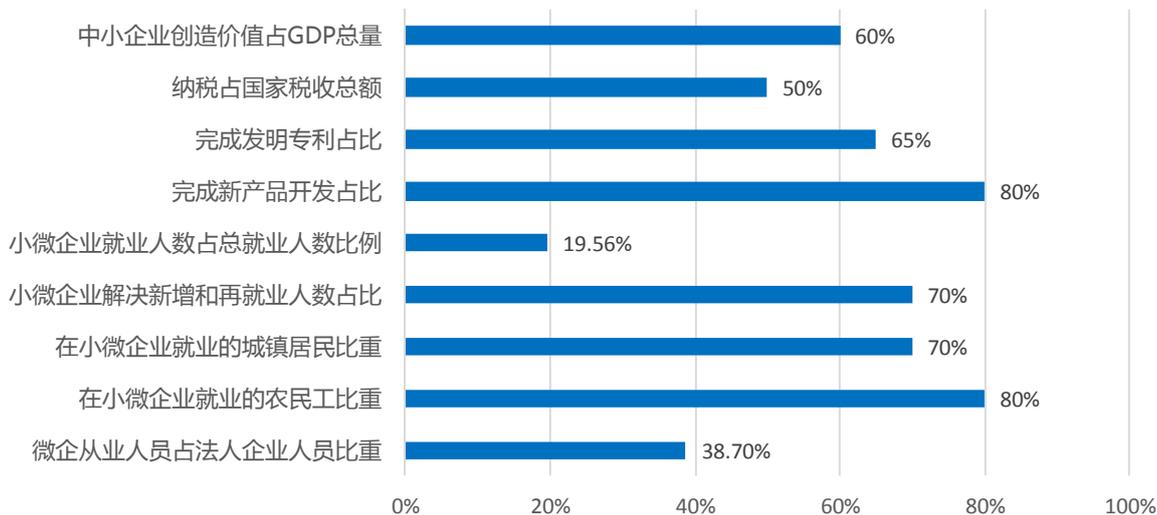
图 1: 中小企业的社会贡献.....	4
图 2: 美国历年小企业和大企业新增就业岗位数目 (千个)	5
图 3: 各国制造成本比较分析.....	5
图 4: 开启经济增长新引擎, 小微企业创新不断发力.....	6
图 5: 产业互联网下的微笑曲线更陡峭.....	7
图 6: 产业互联网链条示意图.....	8

一、中小微企业：经济增长的持续动力

（一）中小微企业是经济增长的重要引擎

小微企业为中国经济腾飞做出巨大贡献，并带来强劲乘数效应和社会效益。据《中国小微企业白皮书》中数据显示，我国小微企业占全国企业总数的 94%，创造全国 GDP 的 65%，提供全国城镇就业岗位 的 85%，上缴利税占 60%。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。另外，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

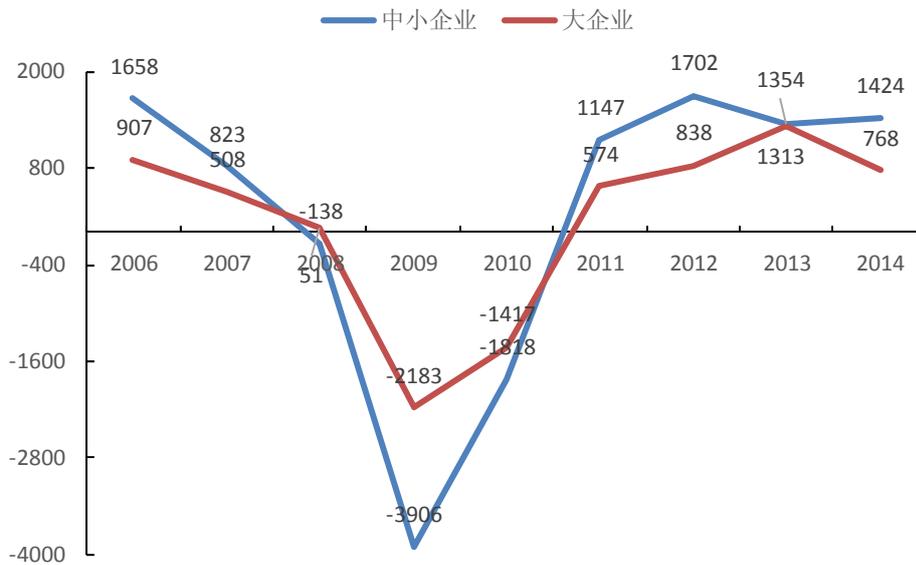


资料来源：工商总局《全国小型微型企业发展情况报告》

2008 年经济危机后，美国经济回暖复苏的动力来自中小微服务业的重要支撑，为我国经济增长的新动力新方向带来巨大启示。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。2008 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 2: 美国历年小企业和大企业新增就业岗位数目 (千个)

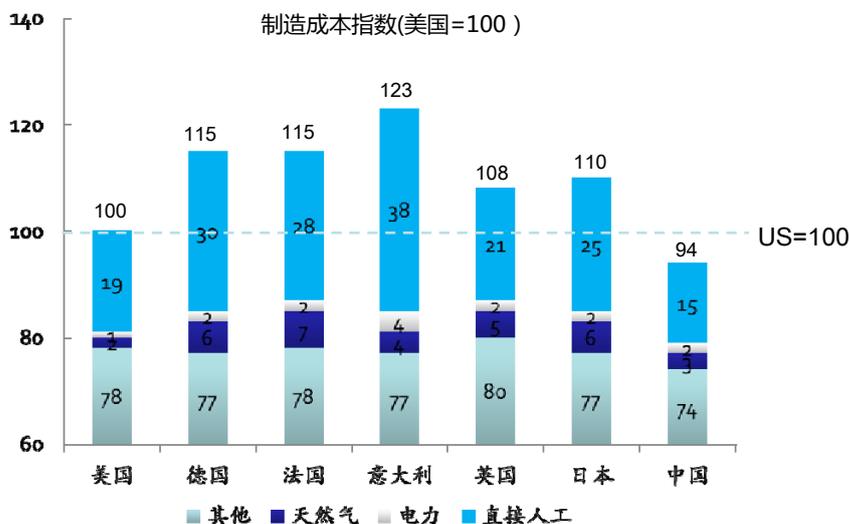


资料来源: Bureau of Labor Statistics

(二) 政策鼓励创新, 中小微企业数量骤增

随着生产要素的规模驱动力减弱, 经济增长将更多依靠人力资本质量和技术进步, 必须让创新成为驱动发展新引擎。如下图数据显示, 我国制造成本优势日趋萎缩, 我国人工成本与总制造成本与美国相比, 优势不再凸显。未来随着美国新能源的普及带来的能源成本下行与大规模的制造业回流, 我国依靠传统方式的经济增长动力不足。当前, 人口红利的消失, 劳动力供给减少、人工成本上升和新一代劳动力制造业就业意愿的下降, 对我国各个行业的国际竞争力形成了巨大制约。因此, “新常态”下中国经济的最大特点、动力、抓手需要依靠小微企业的创新发展。

图 3: 各国制造成本比较分析



资料来源: 美联储, 宏源证券整理

1、企业注册制的改变带来小微企业数量骤增

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。

图4：开启经济增长新引擎，小微企业创新不断发力



资料来源：互联网公开资料，宏源证券整理

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。

2、释放中小微企业活力的基础是成本的降低和效率的提高

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。

低运营成本与高经营效率是保障中小企业稳定发展的两大关键因素。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。

二、产业互联网是对传统产业链的全方位重塑

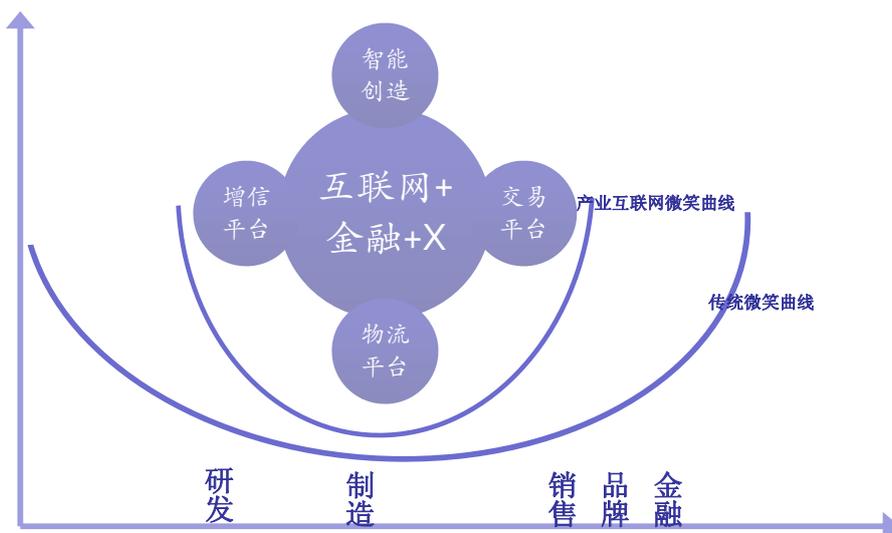
产业互联网具备整合消费者、制造商、渠道商和供应商的网络效应，有助于搭建协作共赢的智能生态网络，从而推进跨界融合，形成更高效的创新生态，成为新兴业态加速涌现的重要源泉。基于企业端的封闭网络打造有助于提高传统业务粘性，增强业务协同性，并潜移默化的树立了长期有效的经营壁垒。产业互联网龙头企业未来价值将凸显，以传统业务为入口，以增值服务延展业务布局，基于“传统业务+增值服务”的业务拓展模式将完善公司行业生态服务体系，加强公司竞争力。

（一）客户具有行业化特征，盈利能力放大

消费互联网与产业互联网的重大区别在于企业端客户的行业属性，其具有先入优势明显。一旦客户数量形成一定量级规模，拥有大量企业用户、掌握核心数据资源的企业将会成为产业互联网的受益者。

产业互联网环境下产业链中传统的优势企业可以借助互联网加强对产业链的控制，从而在产业链中的优势被放大，因此产业互联网环境下的微笑曲线将会变得更加陡峭。企业必须尽快加强互联网的产业应用，以提升并巩固在产业链中的地位。

图 5：产业互联网下的微笑曲线更陡峭



资料来源：宏源证券

（二）打造企业端的网络效应

产业互联网作为信息化和工业化的融合，形成了基于互联网思维的新兴业态。从产业互联网的核心思维来看，发展主线是增强大数据、云计算、物联网、智能硬件的规模化应用和标准衔接。处于产业互联网中的核心企业，依靠传统业务的绑定客户，辅以具有价值的增值业务，形成网络闭环并不断向外部扩大，后端变现模式设计极富想象力。

图 6：产业互联网链条示意图



资料来源：互联网公开资料，宏源证券整理

2013 年，我国互联网在企业的云服务渗透率只有 21%，而美国为 55%-63%；我国中小企业运营中互联网使用率仅为 20%-25%，而美国这一比重则高达 72%-85%。相比而言，美国互联网更多应用于生产领域，对整体经济生产率的提升效应更大，我国互联网更多应用于消费领域，未来基于互联网、云服务新技术在企业端的应用空间巨大。

产业互联网中，IT 企业凭借信息与客户优势参与融资服务已经渐成趋势。在小微企业所有的困境中，融资难问题仍然被排在了首位。全国中小微企业创造了 80% 的就业、60% 的 GDP 和 50% 的税收，而小微企业获得的贷款在全部贷款中的比例仅为 20% 左右。银监会数据显示，截至 2013 年 5 月末，全国小微企业贷款余额 16 万亿元，占全部贷款的比重从 2012 年末的 21.95% 上升到 22.22%。基于产业互联网的新业态在结合信息流、资金流等数据资源的基础上，将解决中小企业融资核心门槛性问题——征信。

三、推荐标的：服务千万小微企业的千亿市值公司

(一) 用友软件

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。

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。随着公司金融牌照的不断获取，未来为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。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 万大企业中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。

投资建议: 14/15 EPS 0.55/0.70 元，目标价 35 元，维持买入评级。

(二) 航天信息

增值税发票系统升级与营改增行业试点进一步扩大，公司防伪税控业务 15 年市场空间放大。2014 年底国家税务总局发布关于推行增值税发票系统升级版有关问题的公告，改变了之前小规模纳税人在使用增值税普通发票时不需使用金税盘或税控盘的规定。随着企业注册制的放开，14 年前三季度新增注册企业数 920 万，同比增长 60%，加之预期未来营改增行业范围进一步扩大，剔除增值税专用设备的降价因素，预期 15 年公司在防伪税控板块业务有望实现高速增长。

开票明细自动传输，掌握企业数据维度更全面。此次增值税系统升级后，增值税发票可自动上传已开具的发票明细数据，预示公司将掌握除企业时点税务数据，还将及时掌握企业开票数据。公司基于庞大的数据积累，未来在征信、评级等数据应用领域将具有核心竞争优势与壁垒。

电子发票业务稳步推进，期待成熟商业模式落地。公司与京东与苏宁云商合作帮助公司抢险布局电子发票业务，并且北京市已率先试点电子发票从线上电商走向线下实体，公司在电子发票领域实现 B2B2C 的充分卡位。未来在实现电子发票企业端可入账可报销的情况下，作为发票终端与税务局中间的数据服务机构，公司一方面可提供产品或集成业务以外的附加值最高的数据服务业务，另一方面可帮助公司进一步加快实现财税业务一体化。

非税业务快速发展，公共安全信息化系统又下一城，打造物联网公共安全领域标杆项目。继 2013 年公司中标公安部出入境管理局电子往来港澳通行证相关设备供应商、服务商后，公司中标的香港出入境管制系统再次彰显公司在公共安全领域系统解决方案实

力。公司在金盾工程中，以公共安全技术为核心，以数字化、模型化、可视化预案技术为支撑，充分实现打造一张严密的社会防控网的目标。

投资建议：预计公司 14/15 EPS 1.32/1.65 元，目标价 50 元，维持买入评级。

作者简介:

冯达: 宏源证券研究所计算机组研究员。

机构销售团队

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	
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。