

九恒星(430051)
资金管理信息化龙头 发力供应链金融平台服务
基本数据

2016年7月22日	
收盘价(元)	14.2
总股本(百万股)	190.4
流通股本(百万股)	135.3
总市值(百万元)	2722
每股净资产(元)	5.11
PB	2.8

财务指标

	2014A	2015A	2106E	2017E	2018E
营业收入(百万)	179.24	162.13	201.25	252.89	313.67
净利润(百万)	35.34	36.52	54.06	65.73	79.47
毛利率(%)	63.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%
净利率(%)	19.7%	22.5%	26.9%	26.0%	25.3%
EPS(元)	0.42	0.31	0.45	0.55	0.67
净资产收益率(%)	9.1%	4.6%	6.8%	8.3%	10.0%

报告要点

公司是资金管理信息化服务龙头企业。目前已经拥有 400 多家大型集团企业客户，其中包括中粮财务、海航财务、中铁财务等央企、财务公司，以及建设银行、交通银行等 60 多家大型商业银行，覆盖中国资金管理领域 50% 以上的市场份额。

公司于 2009 年 2 月挂牌新三板，做市交易，2016 年 6 月进入新三板创新层。

公司结合自身庞大的客户资源优势，基于云服务模式打造了“金 e 融”供应链金融一体化服务平台。以资金管理系统软件作为纽带，打通这些核心企业的上下游资金和金融需求。企业可以在此获得应收账款质押融资、票据融资、保理业务、订单融资等多种金融服务。

盈利预测及估值分析

我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 2.01 亿元、2.53 亿元、3.13 亿元，归属母公司的净利润为 5406 万元、6573 万元、7947 万元。所对应的每股收益 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元、0.67 元。2016 年的预期市盈率为 30 倍左右，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 16.21 亿元。

风险提示

市场波动风险、行业政策风险、市场竞争风险、项目实施风险。

研究员：王振亚

wangzhenya@wtneeq.com

010-85715117



目 录

国内资金管理信息化服务龙头企业	1
2015 营收略有下滑 新业务增长迅速	2
深耕资金管理领域打造两大产品体系	3
结合自身客户优势积极布局供应链金融服务	6
盈利预测	7
估值分析	7

图表目录

图表 1 公司产品展示.....	1
图表 2 九恒星股权结构图.....	2
图表 3 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势	2
图表 4 公司主要收入来源.....	3
图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比	3
图表 6 集团财资管理系统 G6	4
图表 7 财资云服务平台财务公司管理系统 N9.....	5
图表 8 I8 商业智能通用分析平台	5
图表 9 “金 e 融”平台业务模型.....	6
图表 10 公司 2016-2018 盈利预测	7
图表 11 各公司 2016 年预期市盈率计市值比较.....	8

国内资金管理信息化服务龙头企业

公司成立于 2000 年，是一家软件及互联网信息技术服务商。致力于通过互联网信息技术的应用，帮助企业改善现金流管理、风险控制措施、成本降低策略、优势服务、理财收益等。

公司在集团企业资金管理市场经营多年，已经成为中国目前最大的资金管理系统供应商，拥有 400 多家大型集团企业客户，其中包括中粮财务、海航财务、中铁财务等央企、财务公司，以及建设银行、交通银行等 60 多家大型商业银行，覆盖中国资金管理领域 50% 以上的市场份额。

图表 1 公司产品展示



资料来源：公司官网

近年来，随着互联网技术的发展和客户需求的变化，公司不满足于在集团资金管理系统市场中取得的成绩，顺应行业大趋势，积极拓展商业模式上的创新。除原有野外，公司通过自行或与合作伙伴合作，建立云信息增值服务系统，为客户提供在线实时的资金管理、理财、融资、数据支持平台；通过设立类金融公司，为客户提供类金融服务及产业链、供应链金融信息增值服务。

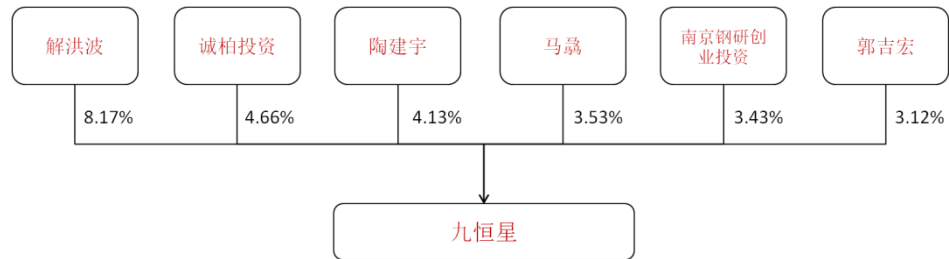
同时，公司将软件产品进一步细分：确定了“智能资金平台”和“集团资金管理平台”两大类产品线，产品分别为：

智能资金平台：主要服务于大型企业集团客户和中小企业客户的内部资金管理机构，包括财务公司、结算中心、内部银行等机构；

集团资金管理平台：专向服务于大型企业集团的资金管理部门、财务管理部门，满足企业集团全方位监管集团资金的流向、流量、流速等需求，并可以为企业集团提供全球资金 24 小时管理的可视化、可控化解决方案，满足集团全球一体化发展需要。

公司于 2009 年 2 月挂牌新三板，做市交易，2016 年 6 月进入新三板创新层，最近一次股票定增发生在 2015 年 6 月，发行价格为 11 元，募集资金 3.75 亿元，主要用于筹建研发基地、对外投资及补充流动资金。

图表 2 九恒星股权结构图



资料来源：公司公告

股权结构方面，公司控股股东及实际控制人为谢洪波先生及其一致行动人陶建宇先生、郭吉宏先生，三人合计持股 15.42%。公司前十大股东之前无关联关系。

2015 营收略有下滑 新业务增长迅速

图表 3 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势

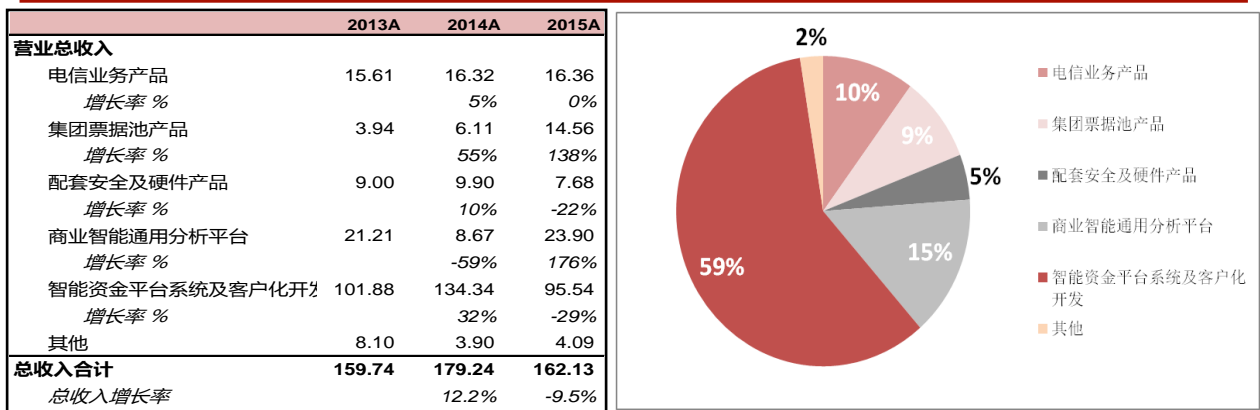


数据来源：choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 1.62 亿元，同比下滑 9.5%，归属母公司的净利润为 3652 万元，同比增长 3%。2015 年营收出现下滑的主要原因是，公司传统产品系列化已经成熟，市场成熟度及认知度提高，导致产品单价有所降低，另外受金融环境的影响，按照客户需求新增拓展功能客户化开发的价格有所降低，客户企业经营状态不佳，在 IT 系统上投资支出下降，使得公司传统业务资金平台系统收入同比减少了 29%。

营收的下降对净利润没有造成太大影响，报告期内净利润同比仍有小幅增长，主要原因是公司创新型业务发展迅速，商业智能通用分析平台业务及集团票据池业务分别增长 176%，138%，创新型业务的毛利率比传统业务高，使得公司净利润出现增长。

图表 4 公司主要收入来源

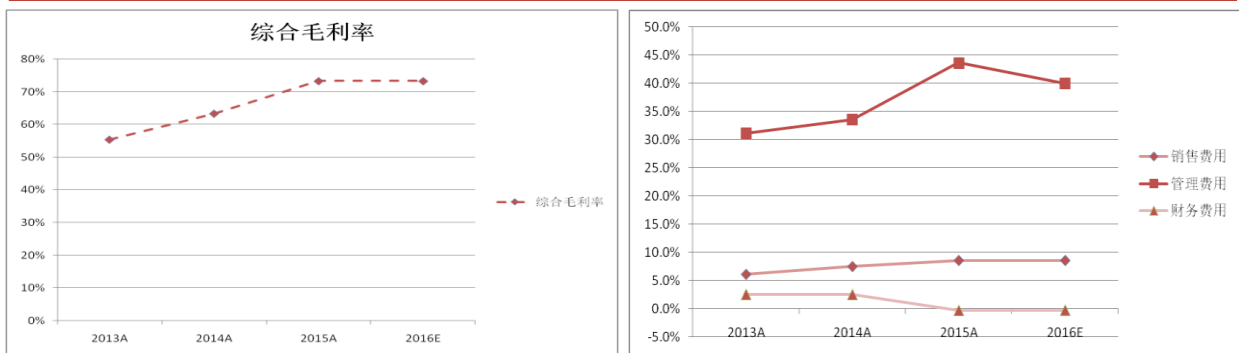


数据来源: choice 金融数据

从成本方面看,近几年公司综合毛利率得到明显提升,目前毛利率在 73.3% 左右,比 2013 年上升了近 20 个百分点,一方面公司产品日渐成熟,客户化开发的成本降低,另一方面公司创新产品的毛利率比传统业务更高,未来随着该类产品进一步发展,公司盈利能力将得到极大增强。

三大费用方面,公司管理费用占比最高,同时近几年还有一定幅度的上升,主要原因是公司在商业模式创新上进行的团队扩张和研发投入大幅增长,预计随着公司团队建设逐渐成熟,未来几年管理费用占比将有小幅回落。另外公司销售费用及财务费用比较稳定,占比不高。

图表 5 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



数据来源: choice 金融数据

■ 深耕资金管理领域打造两大产品体系

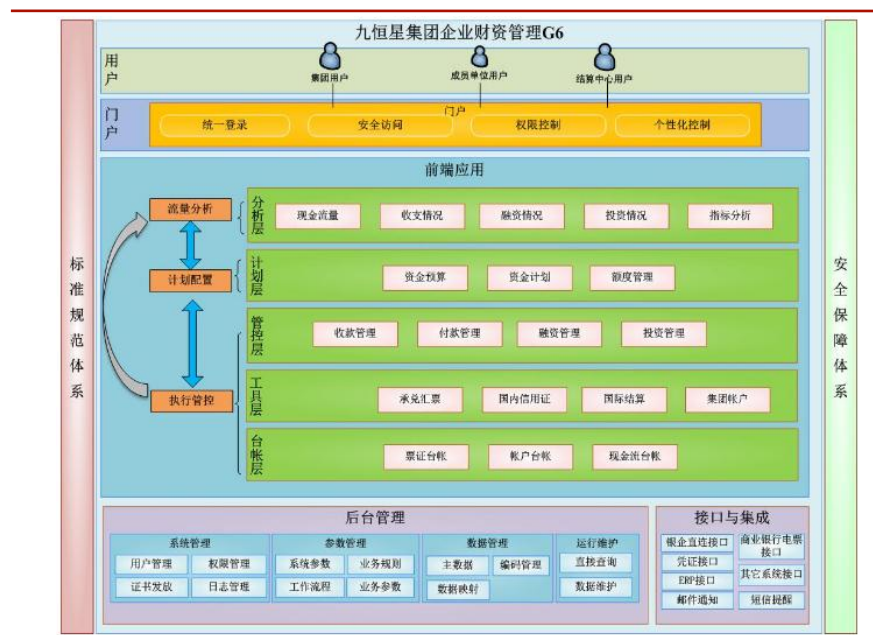
公司软件产品两大体系分为“智能资金平台”和“集团资金管理平台”,简单地理解其中“集团资金管理平台”主要服务于集团内部财务机构,功能及结构上上偏管理,“智能资金平台”主要服务集团内部资金管理,功能及结构上偏金融。

集团企业财资管理系统又分为 G6, G9 两个系列,其中 G9 系列是在 G6 的基础上,增加了外贸相关功能,为有进出口业务为客户量身打造。

集团企业财资管理系统在基本功能上能够为集团企业资金管理活动中以非金融形态开展的管控工作提供全面信息化支持。帮助集团企业建立全面、及时、准确的现金流信息，掌握经营性收支、投资、筹资各个角度的业务活动和数据信息，形成全集团的现金流全局视图。

该系统从集团企业的现金流向出发，涵盖生产经营、筹资、投资等多种经济活动的资金流入流出，站在全集团现金流总体视图的角度规划资源、管控业务。在掌握集团整体现金流状况的前提下，从业务管控角度，实现了现金收付、支票收付、承兑汇票收付、国际业务收付、对私报销及工资等资金收付，以及融资、投资等业务活动的全流程管理。

图表 6 集团财资管理系统 G6



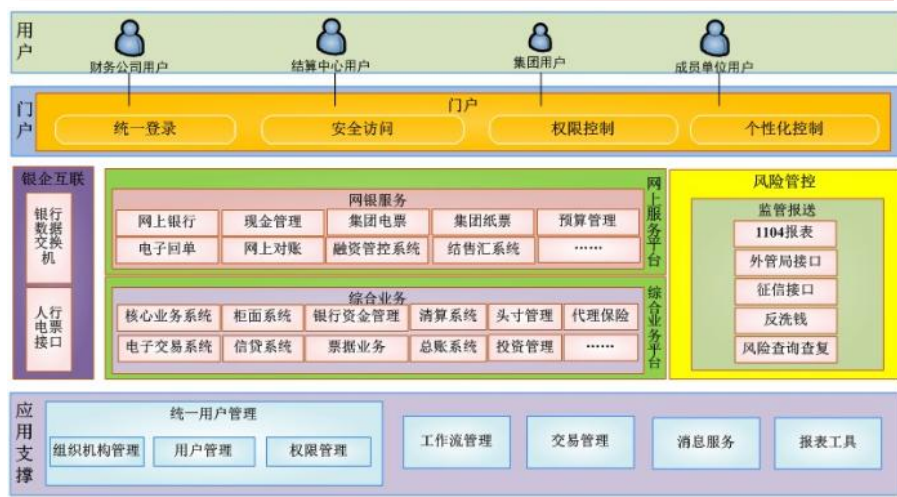
资料来源：公司官网

“智能资金平台”产品方面，主要为财务公司和类金融服务的结算中心搭建起内部资金管理服务，并与银行金融服务系统直接连通，以满足资金管理部门各个阶段业务扩展升级需要的一体化集成平台。

该系统通过统一的客户信息管理、价格管理、头寸管理、风险日常管理来保障结算、信贷、同业、投资、中间业务的正常开展，同时最大限度的集中了集团及其成员单位资金信息，便于管理者掌握各下属单位的资金状况，对资金流向的合理性和合法性进行有效的监督，及时发现问题并纠正资金使用过程中的不合理性，使得集团内的资金运作完全置于集团的监控之下。

另外，系统还支持通过开创新的业务品种和多渠道业务办理，如财务公司现金管理服务、电子回单管理、网上对账管理等，给集团适应外部资金需要下延伸出来的管理需要提供了有力的支持。

图表 7 财资云服务平台财务公司管理系统 N9

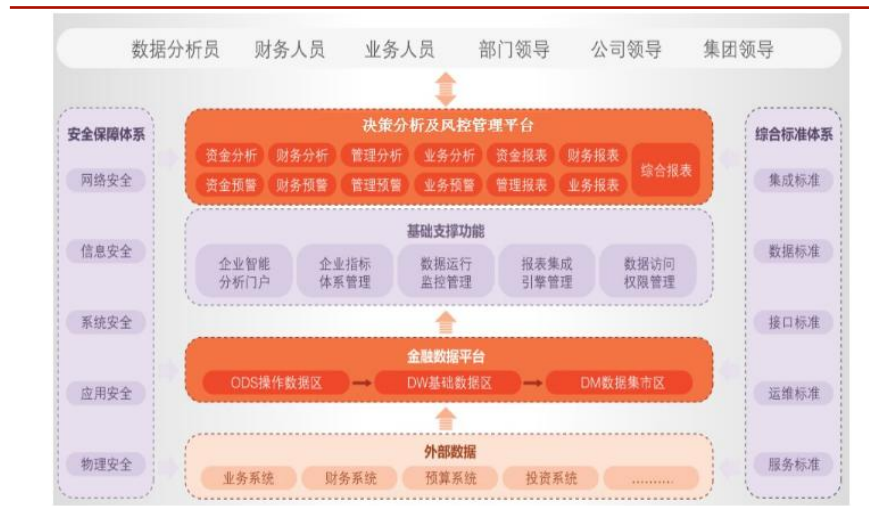


资料来源：公司官网

其他产品方面，公司 I8 商业智能通用分析系统，用于企业信息化统一管理，为集团公司及金融机构提供深度的数据挖掘，打造以业务分析、财务分析、管理分析、资金分析为核心的行业决策分析及风险管理一体化智能平台。

该系列产品在公司经营管理决策上通过建立以业务、财务、管理、资金四层应用分析架构，凸显各业务品种所创造的资金收益，并通过创造价值的排名分析，为管理决策层在优化业务品种上提供了决策的依据。同时根据对客户贡献度的分析，发掘优质客户。在集团层面提高集团的资金周转速度，为集团提供更全面的资金信息，协助集团领导实施资金监控和管理，为防范资金风险和财务预算提供量化的决策依据。

图表 8 I8 商业智能通用分析平台



资料来源：公司官网

公司票据池产品方面，主要为集团企业加强票据集中管理提供了平台，对于大型或特大型企业集团，由于票据数量很多，票据金额巨大，成员企业的规模、层次以及信用评级各不相同，往往需要加强与多家银行的战略合作，即会选择多家银行开展票据池业务。

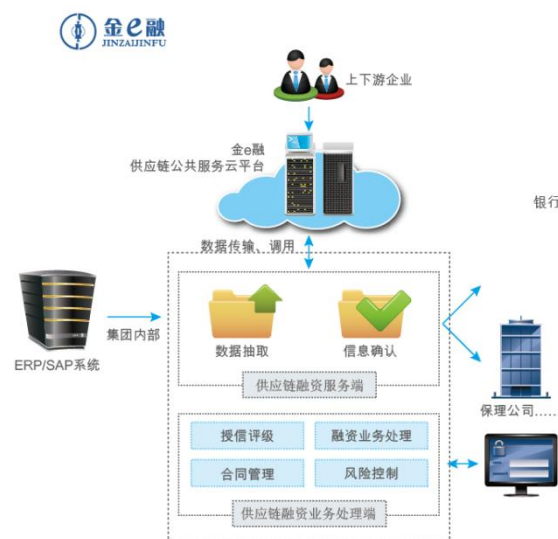
公司票据池产品通过一套系统即实现多家银行票据池,与多家银行实现了银企之间票据接口,满足集团多银行合作的要求,实现多家银行票据池管理信息的汇总及统计分析,为客户提供了完备的业务办理、业务查询统计、对账等票据池功能,全方位满足集团票据池业务要求,可以根据企业集团现状及特点灵活定制功能,更好的服务于集团企业。

■ 结合自身客户优势积极布局供应链金融服务

在传统的软件产品之外,公司结合自身庞大的客户资源优势 and 资金管理、供应链管理方面的多年经验沉淀,基于云服务模式打造了“金e融”供应链金融一体化服务平台。

“金e融”平台围绕已拥有的400多家的大型集团客户企业,以资金管理系统软件作为纽带,打通这些核心企业的上下游资金和金融需求。企业可以在此获得应收账款质押融资、票据融资、保理业务、订单融资等多种金融服务。

图表9 “金e融”平台业务模型



数据来源: 公司官网

“金e融”平台的建立让公司成功从普通软件IT公司转型为供应链平台公司。公司已有的集团企业客户一般都有很多个中小型的供应商,这些供应商一般来说与核心企业的合作比较稳定,但核心企业结账周期长,不少供应商现金流非常紧张,“金e融”即针对这一资金需求为中小供应商提供供应链金融服务。

作为商业模式上的创新,公司在此业务上脚踏实地的进行了大量布局。2015年3月,公司以1.26亿元全资购买第三方支付的中网支付服务股份有限公司。4月,该公司以5000万元设立金在(北京)金融信息服务有限公司,布局企业现金管理、投资理财、企业融资、票据池、数据智能等互联网金融服务。

同期,公司设立全资子公司九恒星(上海)金融信息服务有限公司,注册地为上海市自贸区,注册资本为1000万元,并于11月增资至2500万元。

同年 11 月，公司位于北京和上海的两家金服公司——北京金在金服与上海金服共同投资 5100 万元成立中融国泰(北京)商业保理有限公司。

有了金服公司、第三方支付渠道、保理公司后，“金 e 融”平台整体架构才算搭建完成，业务流与资金流的完美闭环形成。

■ 盈利预测

软件产品方面，目前市场发展比较成熟，整体增长速度不高。公司在此领域是龙头企业，能够实现行业正常增长水平是大概率事件。另外商业智能通用分析平台及票据池产品目前增长速度很快，预计未来几年还能够保持较快速度增长。

综合以上观点，我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 2.01 亿元、2.53 亿元、3.13 亿元，归属母公司的净利润为 5406 万元、6573 万元、7947 万元。所对应的每股收益 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元、0.67 元。

图表 10 公司 2016-2018 盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入合计	159.74	179.24	162.13	201.25	252.89	313.67
总收入增长率		12.2%	-9.5%	24.1%	25.7%	24.0%
营业成本合计	71.32	65.73	43.24	53.67	67.44	83.66
综合毛利率	55.4%	63.3%	73.3%	73.3%	73.3%	73.3%
营业税金及附加	1.83	1.41	2.05	2.05	2.05	2.05
销售费用	9.79	13.42	13.86	17.20	21.62	26.81
管理费用	49.70	60.22	70.78	80.50	101.15	125.47
EBIT	27.10	38.46	32.20	47.82	60.62	75.68
资产减值损失	0.04	4.82	5.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	(0.11)	0.00	0.00	0.00
财务费用合计	4.03	4.50	(0.43)	(0.43)	(0.43)	(0.43)
营业利润	23.03	29.14	27.49	48.25	61.05	76.11
其他非经营性损益合计	11.73	8.72	12.54	11.00	11.00	11.00
利润总额	34.76	37.86	40.03	59.25	72.05	87.11
所得税	3.20	2.52	3.51	5.20	6.32	7.64
净利润	31.56	35.34	36.52	54.06	65.73	79.47
净利润增长率		12%	3%	48%	22%	21%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	31.56	35.34	36.52	54.06	65.73	79.47
归母净利润增长率		12%	3%	48%	22%	21%

数据来源：梧桐公会、choice 金融数据

■ 估值分析

公司在主板市场的对标公司为用友网络、浪潮软件等，用友网络是我国最大管理软件供应商之一，公司的管理软件、ERP 软件、财务软件等产品在国内处于领先地位。浪潮软件主要产品涵盖以服务器为主的计算平台产品和大型行

业应用软件、ERP、集团财务、协同办公系统等软件平台产品与行业应用解决方案，母公司浪潮集团是中国领先的计算平台与 IT 应用解决方案供应商。

目前上诉企业 2016 年预期市盈率在 70-80 倍市盈率左右，考虑到资金管理软件市场目前发展已经放缓，保守起见我们将 50 倍作为公司基准市盈率，考虑到新三板的流动性不足，在此基础上扣除 40% 的流动性溢价，得到公司 2016 年的预期市盈率为 30 倍左右，对应 2016 年预计净利润，其市值水平为 16.21 亿元。

图表 11 各公司 2016 年预期市盈率计市值比较

	用友网络	浪潮软件
市值 (亿元)	346	103
预期市盈率	84	71

数据来源：choice 金融数据

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告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。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

