

用友网络 (600588.SH) 软件行业

评级：增持维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 29.52 元

成立用友薪福社云，进入企业级 SaaS 人力领域

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,401.60
总市值(百万元)	43,087.16
年内股价最高最低(元)	70.85/19.35
沪深 300 指数	3711.32
上证指数	3520.67

公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.485	0.451	0.276	0.308	0.354
每股净资产(元)	3.32	3.40	3.62	3.87	4.18
每股经营性现金流(元)	0.76	0.69	0.50	0.34	0.42
市盈率(倍)	28.56	52.13	93.33	83.69	72.74
行业优化市盈率(倍)	48.72	72.48	123.59	123.59	123.59
净利润增长率(%)	24.30%	12.89%	-23.26%	11.52%	15.06%
净资产收益率(%)	14.41%	13.16%	9.50%	9.91%	10.55%
总股本(百万股)	959.25	1,164.66	1,459.19	1,459.19	1,459.19

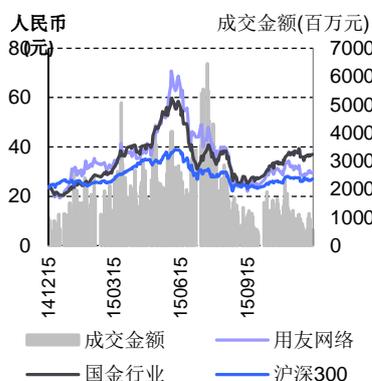
来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司日前发布第六届董事会第三十次会议决议公告，通过了《公司关于设立北京用友薪福社云服务有限公司的议案》。

投资分析

- **用友薪福社旨在进入企业级 SaaS 人力领域：**用友薪福社云服务公司的业务范畴以薪酬和社保为核心的企业 SaaS 服务平台，打通中小企业、企业员工、个人、社保服务商之间的业务流，达到有效的减轻企业 HR 业务压力，提高企业 HR 的效率。将业务核心处理系统（社保代缴、薪酬管理、计费、增值服务等）与社保平台的对接。HR 企业互联网业务是用友在企业级互联网的第三块业务。
- **对标中国版 Zenefits，市场前景广阔：**Zenefits 是美国企业级 SaaS 服务的明星，针对中小企业提供一站式的 HR 云服务，包括工资福利、员工保险、合规等 HR 服务。在 2014 年度，其用户数增长了 16 倍，收入增长了 20 倍，员工增长了 28 倍，目前拥有超过 10000 个企业用户总数。被福布斯评为 5 家增长最快创业公司的第一名。也是 CB Insights 截至 2015 年第三季度数据统计中关于独角兽（估值超过 10 亿美元）估值增值变化排名表的第一名。
- **用友在企业级互联网的转型步伐坚定而迅速：**我们看到，用友网络在今年以来，一直在致力于企业级服务的转型。从 7 月份的拆分优普，到与阿里巴巴的合作，成立用友超客公司，再到成立用友薪福社云，用友在企业互联网的步伐在提速，并且一系列的动作表明，用友在企业互联网的布局是坚定的。迄今为止，用友已经在企业 SaaS 级最大的两块市场 CRM 和人力方向均落下重要棋子。
- **用友网络的估值体系即将重建：**如果说传统的企业级软件的估值体系是看利润看 PE，针对企业 SaaS 级服务的估值则是以 PS 为基础，即注重企业收入及其增长，具体细分下来，企业用户数、续约率、平均用户获取成本等新的指标则是需要重点关注的。考虑到用友网络在企业市场的优势覆盖和对需求的深刻理解，我们看好用友网络未来巨大的发展空间。



相关报告

1. 《携手阿里巴巴，共创企业互联网生态圈-用友网络公司点评》，2015.7.30
2. 《重组优普，企业互联网业务进入新的发展拐点-用友网络公司点评》，2015.7.13
3. 《行业龙头增持，提振整个计算机软件板块信心-用友网络公司点评》，2015.6.30
4. 《增发通过，助力企业三架马车快速前行-用友网络公司点评》，2015.6.12
5. 《时代转型的受益者，千亿市值仅是起点-用友网络公司点评》，2015.6.2

郑宏达 分析师 SAC 执业编号：S1130513080002
(8621)60230211
zhenghd@gjzq.com.cn

投资建议

- 维持“增持”评级，考虑到公司对新兴业务的投入以及增发股本摊薄，给予盈利预测 15-16 年 EPS 为 0.28 元和 0.31 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	4,235	4,363	4,374	4,410	5,060	6,223	货币资金	1,697	2,100	2,963	1,024	1,143	1,357
增长率		3.0%	0.3%	0.8%	14.7%	23.0%	应收款项	1,447	1,518	1,682	1,600	1,836	2,258
主营业务成本	-675	-1,645	-1,421	-1,405	-1,626	-1,995	存货	20	22	22	20	23	28
%销售收入	15.9%	37.7%	32.5%	31.9%	32.1%	32.1%	其他流动资产	35	98	275	22	25	30
毛利	3,560	2,717	2,954	3,005	3,434	4,228	流动资产	3,199	3,738	4,943	2,666	3,027	3,673
%销售收入	84.1%	62.3%	67.5%	68.1%	67.9%	67.9%	%总资产	52.0%	51.7%	56.1%	35.1%	36.9%	40.4%
营业税金及附加	-80	-53	-57	-53	-61	-75	长期投资	177	420	505	506	505	505
%销售收入	1.9%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,389	1,597	1,810	2,133	2,438	2,729
营业费用	-1,938	-893	-1,093	-1,103	-1,265	-1,556	%总资产	22.6%	22.1%	20.5%	28.1%	29.7%	30.0%
%销售收入	45.7%	20.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	无形资产	1,319	1,405	1,483	2,297	2,239	2,190
管理费用	-1,275	-1,376	-1,357	-1,654	-1,898	-2,315	非流动资产	2,957	3,492	3,868	4,939	5,184	5,426
%销售收入	30.1%	31.5%	31.0%	37.5%	37.5%	37.2%	%总资产	48.0%	48.3%	43.9%	64.9%	63.1%	59.6%
息税前利润 (EBIT)	268	395	447	196	211	283	资产总计	6,156	7,230	8,811	7,605	8,212	9,099
%销售收入	6.3%	9.1%	10.2%	4.4%	4.2%	4.5%	短期借款	1,131	1,081	1,452	0	0	0
财务费用	-57	-78	-84	-23	0	3	应付款项	1,024	1,165	1,292	1,203	1,384	1,700
%销售收入	1.3%	1.8%	1.9%	0.5%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	715	765	786	864	974	1,162
资产减值损失	-61	-87	-90	-14	-2	-4	流动负债	2,869	3,011	3,530	2,067	2,359	2,862
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	159	337	326	326	326	327
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	55	519	512	498	498	498
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,083	3,867	4,368	2,892	3,183	3,687
营业利润	151	230	273	158	209	282	普通股股东权益	2,994	3,227	3,986	4,238	4,534	4,899
%营业收入	3.6%	5.3%	6.2%	3.6%	4.1%	4.5%	少数股东权益	80	136	456	475	494	513
营业外收支	284	334	314	300	300	300	负债股东权益合计	6,156	7,230	8,811	7,605	8,212	9,099
税前利润	435	564	586	458	509	582	比率分析						
利润率	10.3%	12.9%	13.4%	10.4%	10.1%	9.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-54	-78	-42	-37	-41	-47	每股指标						
所得税率	12.4%	13.9%	7.2%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	0.382	0.485	0.451	0.276	0.308	0.354
净利润	382	486	544	422	468	536	每股净资产	3.058	3.323	3.403	3.617	3.871	4.182
少数股东损益	8	21	19	19	19	19	每股经营现金净流	0.509	0.762	0.687	0.499	0.345	0.425
归属于母公司的净利润	374	465	525	403	449	517	每股股利	0.600	0.220	0.400	0.130	0.130	0.130
净利率	8.8%	10.7%	12.0%	9.1%	8.9%	8.3%	回报率						
							净资产收益率	12.49%	14.41%	13.17%	9.50%	9.91%	10.55%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.08%	6.43%	5.96%	5.30%	5.47%	5.68%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	5.38%	6.44%	6.17%	3.26%	3.32%	4.17%
净利润	387	569	570	422	468	536	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	2.74%	3.01%	0.26%	0.82%	14.74%	22.98%
非现金支出	177	200	204	172	166	172	EBIT 增长率	-27.97%	47.37%	13.14%	-56.17%	7.78%	33.99%
非经营收益	45	-4	57	-171	-277	-277	净利润增长率	-29.32%	24.30%	12.89%	-23.26%	11.52%	15.06%
营运资金变动	-102	-37	-26	162	47	67	总资产增长率	12.94%	17.44%	21.87%	-13.69%	7.98%	10.81%
经营活动现金净流	508	727	804	584	404	497	资产管理能力						
资本开支	-362	-372	-381	-997	-109	-110	应收账款周转天数	110.9	112.9	119.7	120.0	120.0	120.0
投资	-51	50	17	-1	0	0	存货周转天数	11.5	4.6	5.7	5.2	5.2	5.2
其他	5	7	31	0	0	0	应付账款周转天数	139.6	72.3	98.0	98.0	98.0	98.0
投资活动现金净流	-408	-314	-332	-998	-109	-110	固定资产周转天数	74.4	81.8	80.0	97.8	92.8	80.8
股权募资	20	67	764	0	0	0	偿债能力						
债权募资	599	593	336	-1,461	0	1	净负债/股东权益	-13.27%	-5.51%	-15.45%	-4.23%	-6.34%	-9.82%
其他	-422	-458	-452	-65	-175	-175	EBIT 利息保障倍数	4.7	5.1	5.3	8.5	1,140.0	-87.7
筹资活动现金净流	197	202	648	-1,526	-175	-174	资产负债率	50.08%	53.49%	49.58%	38.02%	38.76%	40.52%
现金净流量	296	615	1,120	-1,940	120	213							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-24	增持	42.82	N/A
2	2015-04-14	增持	46.84	N/A
3	2015-04-27	增持	48.13	N/A
4	2015-06-02	增持	59.03	N/A
5	2015-06-12	增持	68.01	N/A
6	2015-06-30	增持	46.34	N/A
7	2015-07-13	增持	44.05	N/A
8	2015-07-30	增持	41.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD