

2017年03月20日

用友网络 (600588.SH)

动态分析

软件+云服务+互联网金融,三大核心业务助力转型升级

【事件】2017年3月18日,公司公布2016年年报。报告期内实现营业收入 511334.89 万元,同比增长 14.9%;软件+云服务+互联网金融三大业务增长势头良好,值得关注。

◆ **受益自主可控国产化浪潮,软件服务增长可期:**根据 CCW research 数据,2019 年我国 ERP 软件的市场规模将由 2016 年的 617.7 亿元增长至 765.4 亿元。国产替代的步伐不断迈进,为公司提供了发展机遇。

◆ **云服务聚焦四大领域,业务规模增长迅速:**公司的云服务业务聚焦数字营销与客服、社交与协同办公、智能制造、财务及人力资源共享服务。2016 年,云服务实现收入 11687.04 万元,同比增长 34.4%,云服务的企业客户数约 268 万家,较 2015 年年末增长 235%,增长快速,逐渐成长为公司收入重要增长点。

◆ **互联网金融推进顺利,生态布局初见成效:**公司互联网金融业务主要包括面向个人的 P2P 理财业务和面向企业的支付业务。2016 年,公司金融服务业务收入达 24368.46 万元,同比增长 200.5%;互联网投融资信息服务业务的累计撮合成交金额 109.8 亿元,2016 年新增撮合成交金额 79.3 亿元,较 2015 年年末增长 260%;支付业务交易金额超过 1051 亿元,同比增长 332%。

◆ **投资建议:**伴随着国产化进程,公司在中高端企业管理软件市场打开局面,软件业务仍有较大增长空间;而在云服务和金融业务方面,公司不断加大投入完善布局,业绩增长快速,未来发展值得关注。我们预测 2017 年-2019 年,公司 EPS 分别为 0.28 元、0.40 元和 0.51 元。6 个月目标价为 20 元,给予增持-A 评级。

◆ **风险提示:**互联网金融业务进展不及预期;云服务业务增长不及预期;软件业务国产替代需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,451.3	5,113.3	6,026.08	7,352.42	9,119.94
同比增长(%)	1.8%	14.9%	17.9%	22.0%	24.0%
营业利润(百万元)	12.7	-51.4	158.3	369.3	615.9
同比增长(%)	-95.7%	-504.4%	-408.1%	133.3%	66.8%
净利润(百万元)	323.7	197.4	404.2	579.5	753.2
同比增长(%)	-41.2%	-39.0%	104.8%	43.4%	30.0%
每股收益(元)	0.22	0.13	0.28	0.40	0.51
PE	85.7	140.6	68.6	47.9	36.8
PB	5.0	4.9	4.6	4.3	4.0

数据来源:Wind, 华金证券研究所

计算机 | 基础软件及套装软件 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

6 个月目标价 20 元

股价(2017-03-17) 18.95 元

交易数据

总市值(百万元) 27,746.93

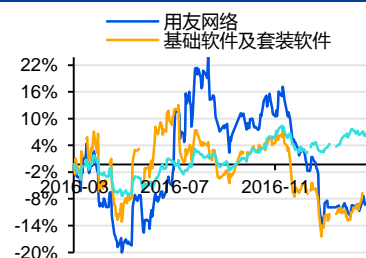
流通市值(百万元) 27,673.94

总股本(百万股) 1,464.22

流通股本(百万股) 1,460.37

12 个月价格区间 16.68/26.32 元

一年股价表现



资料来源:贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.63	-17.88	-7.98
绝对收益	-0.52	-14.21	1.57

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号: S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

朱琨
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20655647

相关报告

内容目录

一、云服务与金融业务发展迅速，2016 年实现营收增长 14.9%.....	3
二、软件+云服务+互联网金融，三大核心业务助力转型升级.....	4
（一）受益自主可控国产化浪潮，软件服务增长可期.....	4
（二）云服务聚焦四大领域，业务规模增长迅速.....	5
（三）互联网金融推进顺利，生态布局初见成效.....	5
三、预计业务转型将助力业绩增长，给予增持-A 评级.....	6
四、风险提示.....	6

图表目录

图 1：2013 年-2016 年公司主营业务收入情况.....	3
图 2：2013 年-2016 年公司归母净利润情况.....	3
图 3：2013 年-2016 年公司研发费用变化情况.....	3
图 4：2013 年-2016 年公司销售费用率与管理费用率变动情况.....	3
图 5：用友网络三大业务体系.....	4
图 6：用友网络的软件产品体系.....	4
图 7：2014 年-2019 年我国 ERP 市场规模.....	4
表 1：近期自主可控政策概览.....	5

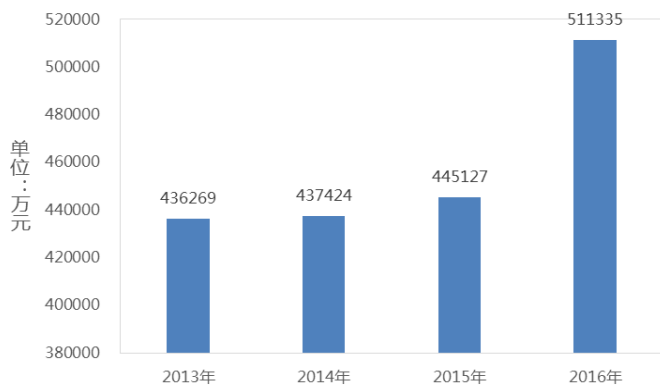
一、云服务与金融业务发展迅速，2016 年实现营收增长 14.9%

2017 年 3 月 18 日，公司公布 2016 年年度报告。报告期内，公司实现：营业收入 511334.89 万元，同比增长 14.9%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 13727.80 万元，同比增长 29.5%。

由于报告期内处置长期股权投资影响的收益同比减少 1.65 亿元和政府补助收入同比减少约 2400 万元，使得归属于上市公司股东的净利润为 19739.17 万元，同比减少 12635.36 万元，同比下降约 39%。

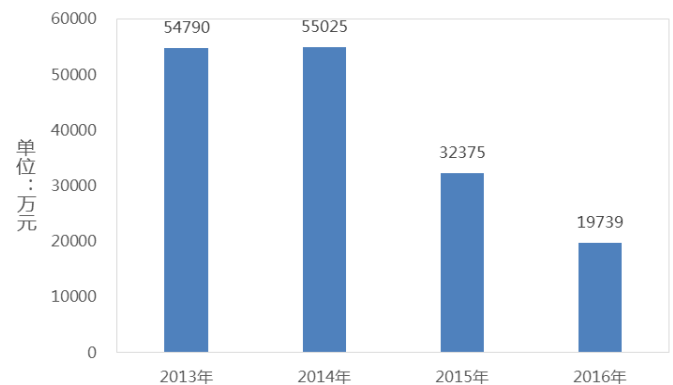
公司在软件、云服务和金融服务三大核心业务收入方面均有较好的增长，主营业务经营效益实现较好提升。2016 年，公司云服务业务实现收入 11687.04 万元，同比增长 34.4%，云服务的企业客户数约 268 万家，较 2015 年年末增长 235%；金融服务业务收入达 24368.46 万元，同比增长 200.5%；互联网投融资信息服务业务的累计撮合成交金额 109.8 亿元，2016 年新增撮合成交金额 79.3 亿元，较 2015 年年末增长 260%，支付业务交易金额超过 1051 亿元，同比增长 332%

图 1：2013 年-2016 年公司主营业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

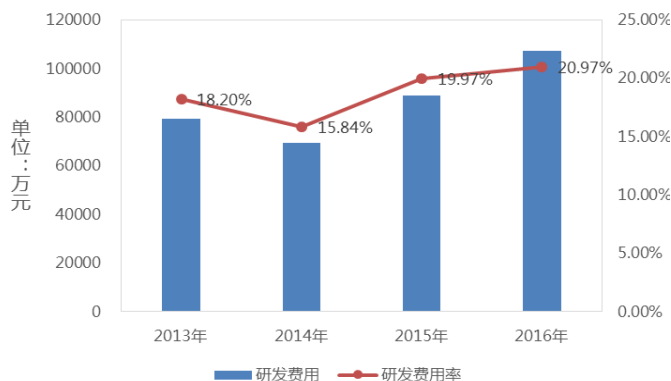
图 2：2013 年-2016 年公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

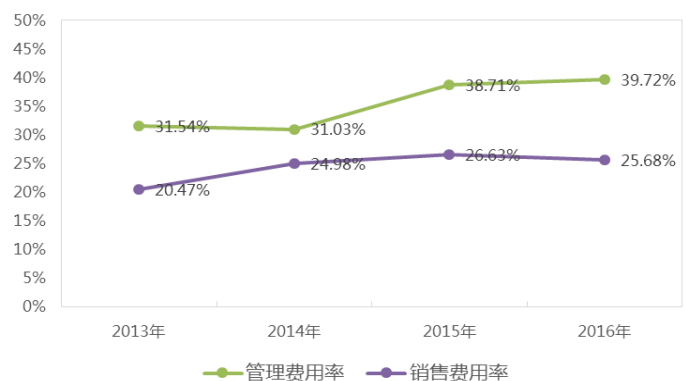
出于业务转型升级需要，整体管理费用与销售费用保持较高水平。其中，由于公司对云服务及金融服务研发投入，研发支出较 2015 年度增长了 20.6%。

图 3：2013 年-2016 年公司研发费用变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2013 年-2016 年公司销售费用率与管理费用率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、软件+云服务+互联网金融，三大核心业务助力转型升级

公司是亚太地区领先的企业管理软件提供商。目前，公司聚焦“软件、云服务、金融”三大核心业务，以服务千万级企业客户为目标，加大投入，加快构建以客户为中心的综合服务效应，初步形成公司新的竞争优势。

图 5：用友网络三大业务体系



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（一）受益自主可控国产化浪潮，软件服务增长可期

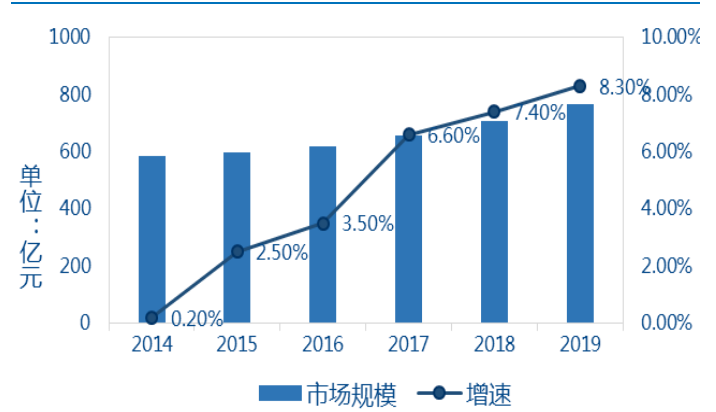
公司软件服务业务面向多层次、多行业领域提供高、中、低端软件产品体系，其中：高端产品面向大型企业提供全面 ERP 产品、解决方案、技术平台以及专业服务，包括 NC 产品线、U9 产品线、PLM 产品线等；中端产品主要面向中型企业，核心产品包括 U8+ 产品线，涉及到智能制造解决方案、O2O 多渠道解决方案、业务管控解决方案等领域；低端软件主要为面向中国小微企业提供软件包和产品支持服务，该业务由公司控股子公司畅捷通提供，核心产品为 T+ 产品线。此外，公司还提供面向多行业和领域的专用软件及解决方案，覆盖包括政府、汽车、教育、金融、医疗、审计、烟草、电信运营商、广电和能源等在内的多个行业。

图 6：用友网络的软件产品体系



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 7：2014 年-2019 年我国 ERP 市场规模



资料来源：CCW Research，华金证券研究所

根据 CCW research 数据，2019 年我国 ERP 软件的市场规模将由 2016 年的 617.7 亿元增长至 765.4 亿元，CAGR 为 7.4%。信息安全、自主可控是软件行业发展大趋势，近年来《中国制造 2025》、《“十三五” 信息化规划》等政策文件均对自主可控提出明确要求，国产替代的步伐不断迈进，为国产厂商提供了良好的发展空间。

受益于国产化浪潮、技术和资源的积累，公司在中高端软件业务上持续发力。2017 年 1 月，公司中标《基于云平台的大型企业资源管理系统解决方案应用推广》项目，将承担大型企业 ERP 解决方案应用推广项目的实施。该项目为工信部针对央企/大型企业 ERP 信息系统自主可控的首个基金专项。伴随着自主可控的国产化浪潮，公司中高端业务将不断打开业绩增长新空间。

表 1：近期自主可控政策概览

颁布时间	文件/会议名称	核心内容
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	开发安全领域操作系统等工业基础软件。突破智能设计与仿真及其工具、制造物联与服务、工业大数据处理等高端工业软件核心技术，开发自主可控的高端工业平台软件和重点领域应用软件，建立完善工业软件集成标准与安全测评体系。推进自主工业软件体系化发展和产业化应用。
2016 年 3 月	《国家十三五规划纲要》	建立关键信息基础设施保护制度，完善涉及国家安全重要信息系统的设计、建设和运行监督机制。集中力量突破信息管理、信息保护、安全审查和基础支撑关键技术，提高自主保障能力。加强关键信息基础设施核心技术装备威胁感知和持续防御能力建设。完善重要信息系统等级保护制度。
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》	打造国际先进、安全可控的核心技术体系，带动集成电路、基础软件、核心元器件等薄弱环节实现根本性突破。
2016 年 12 月	《“十三五” 国家信息化规划》	强化网络安全科技创新能力。实施国家信息安全专项，提高关键信息基础设施、重要信息系统和涉密信息系统安全保障能力及产业化支撑水平。实施国家网络空间安全重大科技项目，全面提升网络信息技术能力，构建国家网络空间安全技术体系。加快推进安全可靠信息技术产品创新研发、应用和推广，形成信息技术产品自主发展的生态链，推进党政机关电子公文系统安全可靠应用。建立有利于网络安全产业良性发展的市场环境，加快培育我国网络安全龙头企业。加强对新技术、新应用、新业务的网络安全保障和前瞻布局。

资料来源：公开资料，华金证券研究所

（二）云服务聚焦四大领域，业务规模增长迅速

公司的云服务业务聚焦数字营销与客服、社交与协同办公、智能制造、财务及人力资源共享服务，经营模式为向客户提供企业互联网服务（含企业互联网数字营销与客服、智能制造、共享服务、社交与协同等服务），具体收入包括：运营服务收入、应用服务收入、信息和数据服务收入、平台交易收入（含分成）、推广第三方厂商应用服务获得的分润收入以及其他增值服务收入。2016 年，公司云服务业务实现收入 11687.04 万元，同比增长 34.4%，云服务的企业客户数约 268 万家，较 2015 年年末增长 235%，云服务业务增长快速，逐渐成长为公司收入重要增长点，未来增长空间值得期待。

（三）互联网金融推进顺利，生态布局初见成效

公司的互联网金融业务主要包括面向个人的 P2P 理财业务和面向企业的支付业务。其中，P2P 理财业务通过投融资平台友金所展开，友金所为借款客户和投资客户实现直接借贷提供资信评估、风险管理、借贷撮合等服务。企业支付业务主要产品为畅基于线上支付的畅捷网银和基于线下支付的畅捷 POS。

2016 年，公司金融服务业务收入达 24368.46 万元，同比增长 200.5%；互联网投融资信息服务业务的累计撮合成交金额 109.8 亿元，2016 年新增撮合成交金额 79.3 亿元，较 2015 年年末增长 260%；支付业务交易金额超过 1051 亿元，同比增长 332%。

三、预计业务转型将助力业绩增长，给予增持-A 评级

公司目前处于业务转型升级阶段，从 2016 年业绩表现看，软件、云服务和金融三大业务进展顺利。伴随着国产化进程，公司在中高端企业管理软件市场打开局面，软件业务仍有较大增长空间；而在云服务和金融业务方面，公司不断加大投入完善布局，业绩增长快速，未来发展值得关注。

我们预测 2017 年-2019 年，公司主营业务收入分别为 602608.16 万元、735242.22 万元、911994.45 万元，EPS 分别为 0.28 元、0.40 元和 0.51 元。6 个月目标价为 20 元，给予增持-A 评级。

四、风险提示

互联网金融业务进展不及预期；云服务业务增长不及预期；软件业务国产替代需求不及预期。

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
营业收入	4,451.3	5,113.3	6,026.08	7,352.42	9,119.94	年增长率					
减:营业成本	1,430.9	1,603.6	1,867.8	2,290.3	2,787.9	营业收入增长率	1.8%	14.9%	17.9%	22.0%	24.0%
营业税费	73.3	72.8	87.6	110.9	133.4	营业利润增长率	-95.7%	-504.4	-408.1	133.3%	66.8%
销售费用	1,185.3	1,313.1	1,549.4	1,875.3	2,292.1	净利润增长率	-41.2%	-39.0%	104.8%	43.4%	30.0%
管理费用	1,723.3	2,030.9	2,289.2	2,632.7	3,158.9	EBITDA 增长率	-50.4%	-20.1%	113.4%	57.7%	42.4%
财务费用	92.7	76.1	61.9	75.1	96.0	EBIT 增长率	-72.4%	-76.5%	789.3%	101.8%	60.2%
资产减值损失	112.0	119.7	97.3	94.7	93.9	NOPLAT 增长率	-72.0%	-79.5%	869.9%	99.6%	56.9%
加:公允价值变动收益	-1.7	-	19.6	6.5	-10.9	投资资本增长率	27.3%	-5.1%	14.3%	5.3%	-2.8%
投资和汇兑收益	180.7	51.5	65.9	89.3	68.9	净资产增长率	36.5%	5.4%	6.2%	6.6%	9.3%
营业利润	12.7	-51.4	158.3	369.3	615.9	盈利能力					
加:营业外净收支	349.7	346.9	336.7	364.4	379.3	毛利率	67.9%	68.6%	69.0%	68.8%	69.4%
利润总额	362.4	295.5	495.0	733.7	995.2	营业利润率	0.3%	-1.0%	2.6%	5.0%	6.8%
减:所得税	19.4	51.3	48.9	79.7	126.4	净利润率	7.3%	3.9%	6.7%	7.9%	8.3%
净利润	323.7	197.4	404.2	579.5	753.2	EBITDA/营业收入	5.4%	3.7%	6.8%	8.8%	10.1%
						EBIT/营业收入	2.4%	0.5%	3.7%	6.0%	7.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	44.5%	47.4%	46.1%	49.4%	51.1%
货币资金	3,879.0	4,546.0	4,820.9	5,881.9	7,296.0	负债权益比	80.1%	90.3%	85.4%	97.7%	104.5%
交易性金融资产	58.8	-	19.6	26.1	15.2	流动比率	1.40	1.37	1.50	1.60	1.68
应收帐款	1,671.6	1,751.6	2,188.6	2,594.3	3,152.9	速动比率	1.40	1.36	1.50	1.59	1.68
应收票据	53.6	71.5	54.0	66.3	95.8	利息保障倍数	1.14	0.33	3.56	5.92	7.42
预付帐款	43.4	50.4	34.2	80.6	62.4	营运能力					
存货	23.9	34.6	27.8	50.3	46.4	固定资产周转天数	102	111	99	88	72
其他流动资产	875.2	1,004.8	710.7	863.6	859.7	流动营业资本周转天数	12	11	8	23	23
可供出售金融资产	394.6	466.9	410.6	424.1	433.9	流动资产周转天数	467	495	457	426	416
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	134	121	118	117	113
长期股权投资	167.4	200.3	200.3	200.3	200.3	存货周转天数	2	2	2	2	2
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	798	812	739	658	601
固定资产	1,574.8	1,564.6	1,752.8	1,829.0	1,799.3	投资资本周转天数	303	288	255	229	186
在建工程	414.9	613.6	613.6	613.6	613.6	费用率					
无形资产	680.6	751.5	674.8	598.0	521.2	销售费用率	26.6%	25.7%	25.7%	25.5%	25.1%
其他非流动资产	1,080.8	1,099.3	1,069.0	1,067.2	1,070.5	管理费用率	38.7%	39.7%	38.0%	35.8%	34.6%
资产总额	10,918.6	12,155.1	12,576.7	14,295.3	16,167.0	财务费用率	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.1%
短期债务	1,824.0	2,352.3	2,258.7	2,592.9	2,962.8	三费/营业收入	67.4%	66.9%	64.7%	62.3%	60.8%
应付帐款	693.5	1,039.3	871.7	1,133.0	1,403.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	5.9%	3.5%	6.7%	9.0%	10.8%
其他流动负债	2,187.6	2,067.9	2,090.3	2,261.7	2,487.3	ROA	3.1%	2.0%	3.5%	4.6%	5.4%
长期借款	131.6	254.3	389.3	979.8	1,298.2	ROIC	3.0%	0.5%	5.0%	8.7%	13.0%
其他非流动负债	19.2	52.9	184.6	95.6	111.1	分红指标					
负债总额	4,855.9	5,766.7	5,794.7	7,062.9	8,262.3	DPS(元)	0.15	-	0.12	0.15	0.14
少数股东权益	543.8	700.3	740.1	813.3	926.3	分红比率	67.8%	0.0%	43.9%	37.2%	27.1%
股本	1,464.7	1,464.3	1,464.3	1,464.3	1,464.3	股息收益率	0.8%	0.0%	0.6%	0.8%	0.7%
留存收益	4,295.4	4,407.3	4,577.7	4,954.8	5,514.0						
股东权益	6,062.7	6,388.4	6,782.1	7,232.4	7,904.7						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.22	0.13	0.28	0.40	0.51
现金流量表						BVPS(元)	3.77	3.88	4.13	4.38	4.77
净利润	343.0	244.2	404.2	579.5	753.2	PE(X)	85.7	140.6	68.6	47.9	36.8
加:折旧和摊销	148.5	181.9	188.6	200.5	206.5	PB(X)	5.0	4.9	4.6	4.3	4.0
资产减值准备	112.0	119.7	-	-	-	P/FCF	-94.5	48.6	127.1	23.0	18.5
公允价值变动损失	1.7	-	19.6	6.5	-10.9	P/S	6.2	5.4	4.6	3.8	3.0
财务费用	91.6	67.9	61.9	75.1	96.0	EV/EBITDA	188.8	150.3	64.2	40.5	27.7
投资损失	-180.7	-51.5	-65.9	-89.3	-68.9	CAGR(%)	24.0%	52.7%	-7.8%	24.0%	52.7%
少数股东损益	19.2	46.8	41.9	74.5	115.6	PEG	3.6	2.7	-8.8	2.0	0.7
营运资金的变动	-736.1	434.6	-428.4	-239.0	23.2	ROIC/WACC	0.3	0.0	0.5	0.9	1.3
经营活动产生现金流量	549.7	887.1	221.9	607.8	1,114.7						
投资活动产生现金流量	-956.2	-531.0	-217.0	-137.2	-19.1						
融资活动产生现金流量	1,313.1	-22.0	270.0	590.5	318.5						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn