



# 用友网络：迈入 3.0 时代， 三驾马车齐发力

用友网络(600588.CH/人民币 21.08, 买入)发布 2017 年半年报，稳步进入用友 3.0 时代，转型成功凸显，维持买入评级。

## 事件

用友网络公布 2017 年半年报。2017 年 1-6 月，公司实现营收 21.92 亿元，同比增长 26.01%；归母净利润亏损 6,376.87 万元，亏损额同比减少 1.16 亿元，同比减亏 64.56%。

## 点评

**减亏幅度环比大幅提升 41.64 个百分点，盈利能力稳步提升。**报告期内公司实现营收 21.92 亿元，同比增长 26.01%，归母净利润亏损额同比减亏 1.16 亿元至 -6,376.87 万元，同比减亏 64.56%，环比减亏幅度大幅提升 41.64 个百分点。分业务看，金融服务业务实现营收 2.84 亿元，同比增长 295.3%，云服务业务亦实现高速增长，实现营收 0.69 亿元，同比增长 68.3%，此外公司传统主业软件业务实现营收 18.40 亿元，受基数过大影响同比增速仅为 12.1%，但绝对增量依然可观。盈利能力方面，综合毛利率提升 1.6 个百分点至 67.81%，受管理费用、销售费用合理控制的影响，公司期间费用率显著下降 6.65 个百分点至 75.48%，公司的盈利能力与收益质量正在稳步提升，迈入 3.0 时代后转型成果进一步凸显。

**从软件走向服务，云业务卓有成效。**公司的云服务定位社会化商业应用基础设施和企业服务产业共享平台，包括云平台、领域云、行业云等，云服务收入为应用服务收入、运营服务收入、数据和信息服务收入等。面对大中型企业，公司推出 iUAP 平台，为企业构建高并发、高性能、高可用的 C2B 等互联网应用，提供全方位一站式服务；面对小微企业，公司推出畅捷通云平台，将 AI 技术应用于产品中，满足企业数据集成和应用集成需求。报告期内，公司发布 iUAP3.1 版本，包含 PaaS 应用平台、企业应用云套件、云 EMM、云 ESB、云 IDM 等系列产品，云平台 iUAP 已快速建立社会级商业应用基础设施平台核心能力。此外，友户通上线运营接入公司所有的云市场和云服务，为云业务的数据化运营提供支撑。截至报告期末，公司云服务的企业客户数达到 324 万家，较 2016 年年末增长 21%，云业务进展顺利。

## 相关研究报告

《用友网络——投入期利润仍下滑，但指标积极乐观》2016.8.29

《用友网络——业绩拐点将至，看好互金及云服务业务》2016.8.11

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机：计算机应用

吴砚靖

证券投资咨询业务证书编号：S1300515070003  
(8610)66229335  
yanjing.wu@bocichina.com

谭鹏鹏

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060002  
(8610)66229080  
pengpeng.tan@bocichina.com

**变更募投资金项目，切入智能制造信息化服务新蓝海。**2017年上半年我国制造业产值11.36万亿，同比增长7.0%，占GDP的比重29.79%，同时工信部、财政部出台的《中国智能制造发展规划（2016-2020）》明确智能制造已成中国制造业发展的关键趋势和普遍需求。2017年7月公司公告拟改变募投资金投入智能制造服务平台项目，涉及金额3.03亿元，预期投资回收期6.97（动态），IRR为22.21%。公司智能制造服务平台由基础平台、智能工厂、智慧管理、产业互联、智能决策五个层面构成，整个平台助力制造企业从传统制造方式向智能制造方式转变，打通业务管理系统与生产现场，是业务系统向生产现场的延伸。同时智能制造平台采取开放的平台与架构，聚集大量开发者，其营销核心主题是构建生态圈，运作模式可概括为“平台支撑、平台服务、工厂创新、联合推广”，后期通过收取服务费用、建立良性分成机制项目变现可期。

**受益国产化需求，传统软件主业依旧看好。**近期国家开始对国产化基础设施进行排查，从信息安全的角度考虑，软硬件国产化需求提高趋势明显，企业软件国产化正稳步推进。公司是国内最大、产品线最为齐全的管理软件提供商，市场份额超30%，多年稳居首位，主要竞争对手与公司在市场份额上有明显差距（超过15%）。面对大型企业和集团公司以NC产品线为重点，面对中型企业公司以U系列产品为主线，面对小微企业则主要由畅捷通提供标准化T系列产品。报告期内，公司在中端市场推广了20余家智能制造、O2O、社会化财务的样板用户，同时T+系列产品同比实现较高增长。公司在ERP国产企业中首屈一指，技术层面与SAP、Oracle等外资厂商并无过大差异，我们认为在软件国产化的大背景下叠加本土服务和高性价比带来的相对竞争优势，公司对SAP、Oracle等外资厂商存在替代空间，大型央企国企新增管理软件采用公司产品的可能性极大，公司将充分受益国产化需求，进一步提升市场份额。

**互联网金融业务高速发展，有望成新兴增长极。**公司的金融服务业务主要包括面向企业的支付服务业务、面向小微企业主及个人的互联网理财业务和供应链金融业务，其中企业支付服务主要由畅捷通提供，而互联网投融资信息服务业务来源于友金所。报告期内，畅捷通支付公司的支付业务交易额超过1,000亿元，同比超高速增长761%，同时累计撮合投资成交额178亿元，较去年年末增加68亿元。目前友金所仍处发展初期，与公司传统业务、行业结合都还相对较少，友金所客户与公司原有覆盖的上百万客户重叠率很低，我们看好未来友金所与公司其他业务的对接与结合。

**实施股权激励计划，发展信心彰显无疑。**2017年5月公司发布了股票期权与限制性股票激励计划，本次激励计划分为股票期权和限制性股票激励计划两部分，二者共授予权益不超过5,798万份，占总股本的3.96%，合计涉及激励对象1,444人，占2017年上半年公司披露员工总数的10.3%。本次激励计划业绩考核目标为以2016年合并营收为基数，2017年至2019年合并营收增长率分别不低于10%、20%、30%。预计本次激励计划摊销总费用为35,737.05万元，约是2016年公司归母净利润的1.8倍，摊销费用在2017年、2018年占比较大，对当期业绩表现或造成一定的影响，但从长远来看公司发展前景与员工个人利益紧密结合有助于公司加速换挡，涉及员工范围广、摊销费用大更是彰显公司内部对发展前景的信心。

### 评级面临的主要风险：

- 1、市场竞争加剧风险；
- 2、P2P行业监管风险；
- 3、项目进度不及预期风险。

### 盈利预测及评级:

公司作为国内最大、产品线最为齐全的管理软件提供商，新兴的云服务业务和互联网金融业务进展顺利，与公司根基深厚的传统软件及服务产生融合协同效应。我们认为公司已基本完成转型，未来发展空间广阔。

预计 2017-2019 年净利润分别为 4.46 亿元、7.39 亿元、8.43 亿元，相应每股收益分别为 0.30 元、0.50 元和 0.58 元，对应市盈率为 70 倍、42 倍、36 倍，维持**买入**评级。

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2016 年上半年	2017 年上半年	同比增长(%)
营业收入	1,739.77	2,192.31	26.01
营业税及附加	26.89	39.28	46.07
净营业收入	1,739.77	2,192.31	26.01
营业成本	587.82	705.79	20.07
销售费用	480.03	541.33	12.77
管理费用	887.33	997.25	12.39
营业利润	(322.06)	(56.80)	-
非经常性项目	16.85	39.68	135.49
经常性投资收益	0.82	0.22	(73.55)
净财务费用	61.58	116.13	-
利润总额	(173.88)	(40.28)	-
所得税	20.68	10.59	(48.78)
少数股东损益	(14.61)	12.89	-
归属母公司股东净利润	(179.95)	(63.77)	-
扣除非经常性损益的净利润	(196.80)	(103.45)	-
每股收益(元)	(0.12)	(0.04)	-
扣非后每股收益(元)	(0.13)	(0.07)	-
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	66.21	67.81	
经营利润率	(18.51)	(2.59)	-
净利率	(10.34)	(2.91)	--
扣非后净利率	(11.31)	(4.72)	

资料来源: 公司数据、中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371