

用友软件（600588）：

互联网战略转型初步成功致价值重估

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

联系人：孙宝

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年11月18日

www.lxzq.com.cn

事件：

近期，我们对用友软件进行了实地调研，就公司传统管理软件业务、与互联网战略转型有关的多项产品的发展情况，与公司的相关人员进行了交流。

1、由传统软件供应商向云计算服务提供商转型。用友软件从财务软件起家，主营产品涵盖了财务、管理和其他企业应用软件，是国内最大的管理软件及服务提供商。经过20多年的发展，公司收入、利润增长难以继续维持高增长，这也是目前传统软件企业共同面临的困境之一。随着互联网/移动互联网、大数据、云计算和移动社交的发展，传统的软件已经无法满足用户的需求，开发软件-销售软件的传统商业模式正在遭遇客户、管理和市场瓶颈。在此背景下，公司在2010年设立子公司畅捷通初步开始探索互联网战略的转型，2014年6月畅捷通在香港成功上市，昭示着公司互联网战略已经取得了初步成功，2014年7月，公司顺势提出了“软件及IT服务+数据服务+金融/电信服务”的产业框架，正式确立了互联网转型战略。2014年是用友软件进军云计算市场的关键一年，未来实现从传统软件企业向云计算服务提供商转型基本具备成功条件。

2、传统业务稳定增长。公司目前收入来源主要还是传统软件业务。高端业务由用友事业部负责实施，主要有NC6-大型企业管理与电子商务平台、HCM-企业人力资本与移动解决方案、BQ商业分析平台、产业链统一营销服务平台等产品，产品销售逐步推广分签模式，客户为大型集团和跨国企业，高端业务毛利率约60%。中端业务由子公司优普实施，产品包括U8+成长型企业管理与电子商务平台、U9-中大型离散制造企业应用平台、CRM-企业客户关系管理解决方案和PLM-企业产品全生命周期管理解决方案等，中端业务毛利率约82%。

低端业务由畅捷通主导，主要收入来源仍然是T系列软件，毛利率63%，其中T+增速最快。相对于之前T系列采用C/S模式，T+采用了B/S模式，其优点是客户使用方便快捷，直接使用浏览器机壳，无需再下载安装客户端，未来可方便移植为云产品形式。畅捷通也是公司互联网

战略的主要平台。

信息安全必将促进软件国产化进程。存量企业ERP市场的国产化替代缓慢推进，但增量企业市场增长可观。国产化政策效应的释放还需要一两年才可以真正体现，这是因为：一是在进行国产替代的时候，需要评估IT系统中心更换的成本；二是对新产品的认证周期会比较长；三是大企业的众多分子公司完成整体更换需要很长周期。与国外品牌相比，公司的优势在于本土化、数据安全性。

3、大企业上公共云仍有阻力，不排除与第三方互联网公司合作。用友软件构建UAP私有云和CSP公有云两大平台。大中型企业由于数据安全和可控制等考虑不会使用公有云平台，公司通过构建UAP私有云，将NC、U8/U9等中高端产品和客户迁入，即便如此，由于国内企业的使用习惯，中高端企业客户迁移到云端仍然较为困难。公司计划与第三方合作共同打造大平台，载入数以万计的企业客户，构建企业互联网生态圈，完成上下游平台的交易等业务。考虑到国产化因素，**未来公司与第三方的合作很可能是和国内大型互联网公司合作。**

4、公有云平台将进入收获阶段。CSP公有云平台由畅捷通实施，针对小微企业客户构建了CSP公有云，较之大中型企业，小微企业比较容易因为免费而接受公有云管理模式。在PC和移动端都有布局，通过免费、可靠、便捷来吸引客户。畅捷通目前主打四款云应用：易代账、会计家园、工作圈、客户管家。工作圈、客户管家是用友向互联网转型初期做的产品，这两款产品做的比较艰难，主要是传统软件企业与互联网思维在软件性能、用户体验、开发人员和推广人员的思维等方面的冲突，当积累到后期做易贷账的时候已经磨合的比较好，因此易贷账做的比较成功。

畅捷通全力引入互联网人才，注重产品体验。畅捷通今年招纳了300多互联网背景的人员，确保公司彻底实施互联网战略。公司目前互联网战略的基本思想是：**先考虑产品体验、积累用户规模，再考虑收入，最后考虑利润问题。**从阿里、腾讯、360等互联网公司的发展路径来看，无不是如此，先产品用户、后收入利润是互联网公司的一般模式。

支付、理财等储备产品助推互联网金融战略。畅捷支付的支付系统已经完成验收和与银行的对接，后面会发力积累客户，时机成熟即替换掉目前的第三方支付。资金看板业务是和银行合作的，主要为银行做贷后服务，对企业内部数据的分析，提供风险预警。畅捷宝聚焦于理财市场，目前正在筹备中，主要用于企业资金管理、盘活。畅捷贷连接小微企业与银行，但目前银行经常会出现放款时间长、或不放款的问题，我们认为，完全可以把畅捷贷的融资项目放到友金所平台，结合P2P模式，或许能有较好的效果。

5、友金所 P2P 平稳发展。公司友金所的设立主要对标平安集团的陆金所，P2P业务上线29天，交易额已突破2600万元，且正处于加速扩张阶段，预计明年年中将实现盈亏平衡。友金所的团队约有40人，其中核心团队都具有丰富金融从业经验，对小贷的风险管理、项目管理等积累很多，现在友金所的产品充分考虑了安全性，建立了自己的信用评估体系，并会做线下考评，由用友自己的担保公司

承诺 100% 本息担保。目前友金所的 P2P 融资项目主要来源于线下，未来可能与畅捷通合作，充分利用畅捷通积累的 160 万线下客户。公司未来也将积极推动民营银行的建立。

6、盈利预测及评级。2015 年互联网业务的持续投入会侵蚀掉部分利润，业绩目标有待重估。预计公司 2014-2016 年净利润增速分别为 18%、20% 和 32%，EPS 分别为 0.55、0.67 和 0.88 元，上一交易日收盘股价对应 PE 分别为 41、34 和 26 倍；公司互联网战略转型导致 2015、2016 年业绩弹性较大，看好公司未来的发展，给予公司“增持”评级。

7、风险提示：1) 互联网战略转型遇阻；2) 传统软件业务增长低于预期。

图表1 盈利预测表

百万元（人民币）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,235	4,363	4,983	5,867	7,001
增速	2.74%	3.01%	14.23%	17.73%	19.33%
营业成本	675	1,645	1,777	2,098	2,388
毛利率	84.06%	62.29%	64.33%	64.23%	65.89%
销售费用	1,938	893	990	1,121	1,310
管理费用	1,275	1,376	1,536	1,790	2,115
财务费用	57	78	78	73	79
营业利润	157	313	455	615	909
利润总额	441	647	764	921	1,212
归属于母公司所有者的净利润	380	548	647	780	1,029
增速	-29.28%	44.34%	18.00%	20.67%	31.90%
基本每股收益(元)	0.39	0.57	0.55	0.67	0.88

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。