

用友网络 (600588)
推荐
行业：软件开发

互联网布局逐渐完善，新业务爆发在即

事件：

近期，我们与公司就 2015 年报进行了详细的沟通交流，针对传统主业未来发展方向、新业务拓展计划、未来面临的挑战和应对等问题进行了深入的交流。

投资要点：

◆ **传统主业稳中求变，在挑战中寻求新的机会与突破口。** 2015 年公司高端、中端、低端产品线贡献营业收入分别约为 26、11、3.5 亿元，同比增长分别约为 1%、-11%、4%。中端产品线受到拆分优普的影响，营业收入有所降低。展望 2016：“营改增”将于 5 月 1 日全面推开，企业财税软件的更新换代需求即将爆发；中端产品 U8 实现全分销策略，已发展合作伙伴 834 家；公司持续推进 SPS 服务模式，力求实现 License 收费向后期服务收费的转型。我们认为

“营改增”对公司主业起到强力的提振作用，分销模式能够有效降低成本，提升毛利率，服务收费的用户习惯依然需要一段时间的培养，但长期来看趋势向好，营业收入与净利润都将保持上升趋势且毛利率有所提升。

◆ **新业务投入还将持续，充分发挥公司企业管理软件优势，努力加速业务融合。** 公司在 2015 年持续加大新业务投入力度，累计投入超 8 亿元，16 年新业务投入还将继续保持。从人员组成上来看，企业互联网与互联网金融业务员工数分别为 1986、441 人，同比增长 231%、177%，财力、人力双方面投入加速新业务拓展。公司最大的优势在于传统企业管理软件领域深耕多年，后端软件架构完善，利用完善的后台与互联网前端相融合，更易达到一站式服务的效果，能为企业客户提供更为方便、快捷的使用体验。

◆ **企业互联网业务方面布局已基本完成，聚焦财务、数字营销、人力资源、协同办公四大服务。** 15 年企业互联网业务实现营业收入 8694.6 万元，全年交易金额达到 243 亿元。其中畅捷通注重为小微企业提供财务管理服务，相比 CRM、OA、HRM，财税管理是小微企业的刚性需求，每一家企业都有记账、报税的基本需求，畅捷通通过基础服务免费，增值服务收费的形式，能够更快实现服务变现。此外，公司将会进一步加大秉君网络（前端数字营销）、用友薪福社公司（人力资源服务）、工作圈（协同办公）等相关互联网业务的投入力度。我们认为公司能够抓住企业客户痛点，提供能够真正解决客户需求的企业互联网服务，在业务落地、推广营销方面同样具有较为明显的优势，看好公司新业务的拓展。

◆ **互联网金融重点拓展 P2P 平台与支付业务，加快布局企业征信等新业。** 公司 P2P 平台以及支付业务 15 年总计贡献营业收入 8109.3 万元，企业客户数超过 80 万家。新业务方面，企业征信业务受到公司的高度重视，征信服务能在降

作者

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人：李达

S0960115110038

0755-82026541

lishi@china-invs.cn

参与人：雷雷

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 26

当前股价： 20.67

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,464
流通股本(百万股)	1,407
总市值(亿元)	303
流通市值(亿元)	291
成交量(百万股)	21.84
成交额(百万元)	449.47

股价表现



相关报告

《用友网络-新业务投资进一步加大，企业管理软件航母加速企业互联转型》

2016-03-20

低征信调查成本的同时降低互联网金融业务风险。

◆ **16年是公司转型腾飞的关键时期，传统业务平稳发展，新业务爆发在即。**

我们预计公司16~18年的营业收入分别为4874、5825、7493百万元，归母净利润分别为384、503、693百万元，EPS分别为0.26、0.34、0.47元，给予公司未来6-12个月目标价26元，给予“推荐”评级。

◆ **风险提示**：新业务发展的不确定性，受经济形势影响下游企业IT支出放缓。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4451	4874	5825	7493
收入同比(%)	2%	9%	20%	29%
归属母公司净利润	324	384	503	693
净利润同比(%)	-41%	19%	31%	38%
毛利率(%)	67.9%	66.0%	64.7%	63.5%
ROE(%)	5.9%	6.5%	8.1%	10.6%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.34	0.47
P/E	93.52	78.89	60.19	43.69
P/B	5.49	5.11	4.90	4.64
EV/EBITDA	114	100	80	52

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产				
现金	6606	4937	5344	6156
应收账款	3879	2345	2532	2924
其它应收款	1520	1711	2063	2578
预付账款	152	160	196	254
存货	43	43	56	73
其他	24	27	34	45
非流动资产				
长期投资	988	652	463	282
固定资产	167	120	100	100
无形资产	1575	1660	1630	1543
其他	655	785	895	970
资产总计				
流动负债	1916	1655	1552	1482
短期借款	4313	4219	4177	4094
应付账款	1824	0	0	0
其他	402	467	578	770
非流动负债				
长期借款	2479	2185	2320	2613
其他	151	14	-141	-288
负债合计				
少数股东权益	132	-2	-155	-302
股本	19	16	14	14
股东权益				
资本公积	4856	2666	2756	3095
留存收益	544	566	592	627
归属母公司股东权益	2252	2252	2252	2252
负债和股东权益				
净利润	5519	5925	6173	6529
归属母公司股东权益	10919	9157	9521	10250

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流				
净利润	550	817	659	877
折旧摊销	343	406	530	727
财务费用	148	186	177	178
投资损失	93	-8	-60	-84
营运资金变动	-181	-25	-25	-25
其它	-133	180	-101	49
投资活动现金流				
资本支出	279	80	138	31
长期投资	-956	-22	-123	-84
其他	339	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	-606	-56	-17	-1
长期借款	-1224	-78	-140	-85
普通股增加	1313	-2329	-349	-400
资本公积增加	556	-1824	0	0
其他	1507	0	0	0
现金净增加额				
经营活动现金净增加额	907	-1534	187	393

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4451	4874	5825	7493
营业成本	1431	1659	2054	2739
营业税金及附加	73	74	82	110
营业费用	1185	1267	1456	1798
管理费用	1723	1657	1922	2398
财务费用	93	-8	-60	-84
资产减值损失	112	139	150	100
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	181	25	25	25
营业利润	13	111	245	457
营业外收入	355	330	330	330
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	362	436	570	782
所得税	19	31	40	55
净利润	343	406	530	727
少数股东损益	19	22	27	34
归属母公司净利润	324	384	503	693
EBITDA	254	289	362	551
EPS (元)	0.22	0.26	0.34	0.47
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	1.8%	9.5%	19.5%	28.6%
营业利润	-95.7%	774.5%	120.2%	86.8%
归属于母公司净利润	-41.2%	18.5%	31.1%	37.8%
获利能力				
毛利率	67.9%	66.0%	64.7%	63.5%
净利率	7.3%	7.9%	8.6%	9.2%
ROE	5.9%	6.5%	8.1%	10.6%
ROIC	2.4%	2.5%	4.6%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	44.5%	29.1%	28.9%	30.2%
净负债比率	52.68%	7.44%	1.62%	-3.31%
流动比率	1.40	1.86	1.84	1.82
速动比率	1.40	1.85	1.83	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.49	0.62	0.76
应收账款周转率	2	2	2	3
应付账款周转率	3.57	3.82	3.93	4.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.26	0.34	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.56	0.45	0.60
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.05	4.21	4.46
估值比率				
P/E	93.52	78.89	60.19	43.69
P/B	5.49	5.11	4.90	4.64
EV/EBITDA	114	100	80	52

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
李迁,计算机行业分析师,华中科技大学微电子学学士,新加坡管理大学金融经济学硕士。
雷雳,计算机行业分析师,厦门大学物理学学士、金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434