

用友网络（600588）覆盖报告

ERP 国产替代加速助推业绩反转，软件与金融双轮驱动公司发展

2016 年 8 月 3 日

买入（首次）

首席分析师郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

分析师李隼

业资格证书号码：S0600515110001

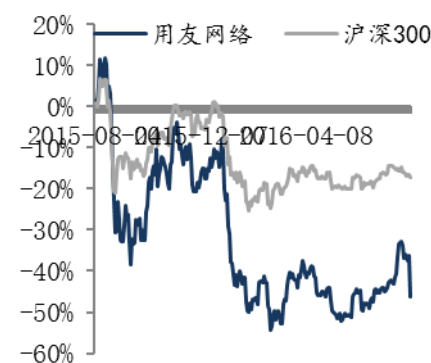
lia@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,451	5,319	7,182	9,741
同比(+/-%)	1.8	19.5	35.0	35.6
净利润(百万元)	324	415	643	1050
同比(+/-%)	(41.2)	28.1	55.0	63.4
毛利率(%)	66.2	62.7	61.5	60.2
ROE(%)	5.9	7.2	10.5	15.8
每股收益(元)	0.22	0.28	0.44	0.71
P/E	103	80	52	32
P/B	6	6	5	5

■ **国产替代潮来袭，开启 ERP 业务二次成长。**据计世资讯的统计，2014 年国内 ERP 市场 318.6 亿，整体增长率为 1.1%。中高端 ERP 软件市场占整个市场的比例约 70%，主要供应商 SAP 和 Oracle 占 60%，SAP 在中国的央企和大型的私有企业更是占据了高达 90% 的市场份额。随着《国家信息化发展战略纲要》发布以及《第十五次全国网络安全状况调查结果》公布，我们预计央企等关键行业包括 ERP 在内的管理信息化系统的信息安全性将愈发受到重视。作为企业信息化的神经中枢，ERP 可以采集到企业众多维度的经营数据，从信息安全角度考虑 ERP 的国产化势在必行，未来的替代力度将加强。目前国内央企 106 家，考虑地方国企后超过千家，以国家电网为例，ERP 整体替代需求预估超过 10 亿，所以整体国产替代空间可达千亿。若按照计世资讯的统计来看，以中高端市场每年规模 250 亿估算，当前实施和软件的产值比例大概在 2:1，假定国产后软件因为定制化比重加大从而产值提升，那么软件部分未来每年国产空间可达 100 亿左右，考虑规模增大后利润率水平提升到国际厂商水平，则稳定后市场利润空间在 25 亿左右。作为中国最大的 ERP 软件和应用解决方案提供商，公司具备深厚的技术积累和强大的实施能力，假定软件占据 70% 的市场份额，对应 17.5 亿利润。而用友当前在中高端市场的销售不到 30 亿，提升空间巨大。实施环节，假定 15% 的净利率和 50% 的占有率，则对应 11.3 亿利润，成长空间巨大。

■ **互联网金融业务快速扩张，开启新增长模式。**公司的互联网金融服务业务主要包括面向企业的支付服务“畅捷通”和面向个人的互联网理财“友金所”。未来随着相关投入增大，且一季度该业务收入超预期，预计该业务进展将显著加快，未来收入可达 4 亿左右。目前畅捷通收入比较理想，一季度已实现收入 900 万，友金所也在一季度实现盈利。通过过去一年的成功摸索，公司确立了以“云+端”模式推广金融业务的思路，为其

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.60
一年最低价/最高价	16.08 / 41.50
市净率	6.46
流通A股市值(百万元)	31,795.52

基础数据

每股净资产(元)	3.50
资产负债率(%)	42.30
总股本(百万股)	1,464.29
流通A股(百万股)	1406.88

相关研究

他业务拓展带来经验，预计互联网和金融业务今年亏损幅度将收窄，带动公司整体实现业绩反转。

- **首次给予“买入”的投资评级：**预计公司 2016-2018 年净利润分别为 4.15 亿、6.43 亿和 10.5 亿，EPS 分别为 0.28 元、0.44 元和 0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 80/52/32 倍。当前 ERP 国产替代浪潮显著利好公司传统业务发展，看好公司的执行能力和资源开拓能力，预计 16 年 6 亿利润，给予 65 倍 PE 估值 390 亿；互联网金融业务 4 亿收入给予 20 倍 PS 估值 80 亿，总体估值 440 亿，目标价 30.05 元/股，首次覆盖给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**国产替代项目落地低于预期，新业务进展低于预期。

用友网络财务及盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6605.6	6623.2	7860.7	9588.0	营业收入	4451.3	5318.5	7182.5	9740.8
现金	3879.0	3844.0	4106.0	4493.9	营业成本	1430.9	1888.1	2641.0	3710.9
应收款项	1725.3	2035.3	2748.6	3727.6	营业税金及附加	73.3	95.7	125.7	165.6
存货	23.9	30.6	42.8	60.2	营业费用	1185.3	1329.6	1723.8	2240.4
其他	977.4	713.3	963.3	1306.4	管理费用	1774.0	1608.7	2024.2	2448.3
非流动资产	4313.0	4369.2	4303.9	4224.7	财务费用	92.7	131.2	117.7	116.6
长期股权投资	167.4	167.4	167.4	167.4	投资净收益	180.7	20.0	20.0	20.0
固定资产	1989.6	2058.9	2006.7	1940.6	其他	-63.0	-66.9	-66.9	-66.9
无形资产	654.6	641.5	628.4	615.3	营业利润	12.7	218.3	503.2	1012.1
其他	1501.4	1501.4	1501.4	1501.4	营业外净收支	349.7	300.0	300.0	300.0
资产总计	10918.6	10992.4	12164.6	13812.7	利润总额	362.4	518.3	803.2	1312.1
流动负债	4705.1	4500.2	5351.2	6474.4	所得税费用	19.4	103.7	160.6	262.4
短期借款	2426.6	2000.0	2000.0	2000.0	少数股东损益	19.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	402.1	529.4	740.5	1040.5	归属母公司净利润	323.7	414.7	642.5	1049.7
其他	1876.4	1970.8	2610.6	3433.8	EBIT	38.5	409.5	680.9	1188.7
非流动负债	150.8	150.8	150.8	150.8	EBITDA	172.8	769.7	1058.4	1580.6
长期借款	131.6	131.6	131.6	131.6	重要财务与估值指标				
其他	19.2	19.2	19.2	19.2	摊薄每股收益(元)	0.22	0.28	0.44	0.71
负债总计	4855.9	4651.0	5502.0	6625.2	每股净资产(元)	3.77	3.94	4.16	4.52
少数股东权益	543.8	543.8	543.8	543.8	发行在外股份(百万股)	1464.7	1469.8	1469.8	1469.8
归属母公司股东权益	5518.9	5797.6	6118.8	6643.7	ROIC(%)	0.5%	4.1%	7.3%	12.5%
负债和股东权益总计	10918.6	10992.4	12164.6	13812.7	ROE(%)	5.9%	7.2%	10.5%	15.8%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	66.2%	62.7%	61.5%	60.2%
经营活动现金流	549.7	853.1	975.5	1305.3	EBIT Margin(%)	0.9%	7.7%	9.5%	12.2%
投资活动现金流	-956.2	-325.5	-392.2	-392.6	销售净利率(%)	7.3%	7.8%	8.9%	10.8%
筹资活动现金流	1313.1	-562.6	-321.3	-524.9	资产负债率(%)	44.5%	42.3%	45.2%	48.0%
现金净增加额	906.6	-35.0	262.0	387.9	收入增长率(%)	1.8%	19.5%	35.0%	35.6%
企业自由现金流	-530.0	301.7	405.4	734.0	净利润增长率(%)	-41.2%	28.1%	55.0%	63.4%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.gs jq.com.cn>