



买入

25% ↑

目标价格:人民币 32.00

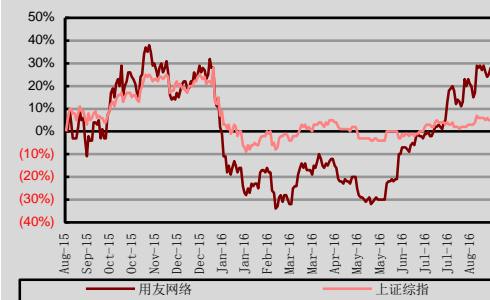
600588.CH

价格:人民币 25.52

目标价格基础:119 倍 16 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	11.0	7.0	81.9	28.0
相对上证指数	28.8	6.3	73.2	23.1

发行股数(百万)	1,464
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	37,269
3 个月日均交易额(人民币 百万)	556
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
北京用友科技有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 8 月 26 日收市价为标准

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*

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070003

*谭鹏鹏为本报告重要贡献者

用友网络

投入期利润仍下滑, 但指标积极乐观

用友网络发布 2016 年半年报。公司实现营业收入 17.40 亿元, 同比增长 14.8%; 归母净利润亏损 1.80 亿元, 同比减少 6.69%。维持买入评级, 目标价格 32.00 元, 建议投资者重点关注。

支撑评级的要点

- 净利润下滑主要系各项费用增加, 以及企业互联网服务和互联网金融业务投入加大所致。销售费用 4.8 亿元, 同比增加 16.64%, 销售费用率增加 0.42 个百分点至 27.59%; 管理费用 8.87 亿元, 同比增加 26.59%, 管理费用率增加 0.73 个百分点至 51%; 财务费用 6,158.24 万元, 同比增加 29.76%, 财务费用率增加 0.41 个百分点至 3.54%。另外, 企业互联网服务和互联网金融业务共投入 4.16 亿元, 子公司畅捷通股权激励成本增加 8,798 万元。
- 传统软件业务保持稳定增长, 毛利率提升。公司是国内最大、产品线最为齐全的管理软件及行业解决方案提供商, 市场份额超 30%, 报告期内, 大型企业管理软件业务保持增长 10%, 毛利率提升 5.18 个百分点。其中, 面向大型企业的 NC 伙伴 152 家, 同比增长 38%; 发展 U9+PLM 伙伴 76 家, 同比增长 171%; 面向中型企业, 用友优普公司共授权伙伴 733 家, 其中发展 149 家; 面向小型微型企业, 畅捷通公司发布了 T+V12.1, 进一步实现“+端”战略的落地; 面向行业和领域, 用友政务开展市场活动 63 场, 用友汽车合同续签比例 85%, 用友金融签约浦发银行等客户, 用友医疗新增伙伴 52 家, 新道科技 2016 年新分销伙伴 25 家, 另外, 用友烟草、ERP 计及服务、用友广信、用友能源等均取得了一定发展。我们预计, 传统 ERP 及服务、多行业解决方案收入有望实现 20% 左右的增长。
- 企业互联网服务业务发力, 云服务业务成长显著。报告期内, 企业互联网服务业务实现收入 4,082.96 万元, 同比增长 200.6%, 企业云服务业务超过 128 万家, 较 2015 年末增长 60%。智能制造、数字营销、企业共享平台、社交与协作、办公四板块布局完成, 看好未来公司红点客户平台新增加了 50 万注册用户; 电商通已有客户超过 1,400 家, 较 2015 年底新增 163%; 用友云 SaaS 公有云服务产品, 友云采是企业 NC 智能云+云平, 帮助企业实现最佳决策和高效协同; 用友 U9、U8+、U8 等产品的解决方案进一步深入发展, 该方案融合了软件、互联网、物联网、大数据相关技术, 实现了 ERP 与 MES 的无缝集成。
- 畅捷通云服务业务新增企业用户数超过 45 万家, 累计企业用户数超过 106 万家。看好公司云服务业务未来发展。
- 看好互联网金融业务发展, 年内有望实现盈亏平衡。报告期内, 互联网金融服务业务实现收入 7,175.34 万元, 同比增长 224.2%, 其中, 畅捷通支付长业务交易金额超过 138 亿元, 同比增长 345%, 其中在线支付业务平台服务业务交易金额 31.9 亿元, 比 2015 年年底增长 105%, 累计用户数 603,099 人, 比 2015 年年底增长 76%。公司一直以来强调风险控制及业务系统的风险管理, 坚定看好公司互联网金融业务积极稳健发展。
- 三大主营业务融合发展可期, 市场空间广阔。公司公有云产品“企业三空间”、畅捷通工作圈、用友 U9、U8+、U8 等产品, 的对友人才、公司服务电商通、畅捷通分、完成了与 U9、U8+、U8 等产品的对接, 我们认为用友大主业务均有深厚的传统软件及服务融合协同效应, 我们预计用友软件业绩拐点将至, 未来发展空间广阔。

评级面临的主要风险

- 系统性风险, 政策变动风险, 新业务推进不达预期。

估值

- 我们预计公司 2016 年-2018 年归母净利润分别为 3.89 亿元、4.86 亿元和 5.46 亿元, 每股收益分别为 0.27 元、0.33 元和 0.37 元, 对应市盈率为 95 倍、77 倍及 69 倍, 给予买入评级, 目标价格 32.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	4,374	4,451	5,105	5,733	6,159
变动(%)	0	2	15	12	7
净利润(人民币 百万)	550	324	389	486	546
全面摊薄每股收益(人民币)	0.470	0.221	0.266	0.332	0.373
变动(%)	(16.7)	(52.9)	20.2	24.8	12.3
全面摊薄市盈率(倍)	54.3	115.5	96.1	77.0	68.5
价格/每股现金流量(倍)	37.2	68.0	51.8	39.1	96.0
每股现金流量(人民币)	0.69	0.38	0.49	0.65	0.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	78.6	582.8	84.3	75.2	66.2
每股股息(人民币)	0.300	0.150	0.164	0.214	0.241
股息率(%)	1.2	0.6	0.6	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 财务摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比增长(%)
营业收入	1,514.94	1,739.77	14.84
营业税及附加	22.30	26.89	20.60
净营业收入	1,514.94	1,739.77	14.84
营业成本	576.77	587.82	1.92
销售费用	411.56	480.03	16.64
管理费用	700.94	887.33	26.59
营业利润	(271.96)	(322.06)	18.42
非经常性项目	141.84	130.00	
经常性投资收益	(1.32)	0.82	-
净财务费用	47.46	61.58	
利润总额	(102.24)	(173.88)	70.07
所得税	43.35	20.68	(52.29)
少数股东损益	23.08	(14.61)	
归属母公司股东净利润	(168.67)	(179.95)	6.69
扣除非经常性损益的净利润	(310.51)	(309.95)	(0.18)
每股收益(元)	(0.12)	(0.12)	6.69
扣非后每股收益(元)	(0.21)	(0.21)	(0.18)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	61.93	66.21	
经营利润率	(17.95)	(18.51)	
净利率	(11.13)	(10.34)	
扣非后净利率	(20.50)	(17.82)	

资料来源：公司资料、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	4,374	4,451	5,105	5,733	6,159
销售成本	(1,477)	(1,504)	(1,711)	(1,877)	(2,006)
经营费用	(2,439)	(2,886)	(2,979)	(3,398)	(3,631)
息税折旧前利润	458	61	415	458	522
折旧及摊销	(101)	(134)	(184)	(188)	(192)
经营利润(息税前利润)	357	(74)	231	270	330
净利息收入/(费用)	(84)	(93)	(82)	(63)	(62)
其他收益/(损失)	339	529	293	338	347
税前利润	612	362	442	545	615
所得税	(42)	(19)	(36)	(37)	(42)
少数股东权益	19	19	17	22	27
净利润	550	324	389	486	546
核心净利润	611	381	450	553	623
每股收益(人民币)	0.470	0.221	0.266	0.332	0.373
核心每股收益(人民币)	0.521	0.260	0.307	0.378	0.425
每股股息(人民币)	0.300	0.150	0.164	0.214	0.241
收入增长(%)	0	2	15	12	7
息税前利润增长(%)	16	(121)	(414)	17	22
息税折旧前利润增长(%)	13	(87)	582	11	14
每股收益增长(%)	(17)	(53)	20	25	12
核心每股收益增长(%)	(20)	(50)	18	23	13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	612	362	442	545	615
折旧与摊销	101	134	184	188	192
净利息费用	84	93	82	63	62
运营资本变动	(95)	(133)	(381)	291	(366)
税金	(23)	(0)	(36)	(37)	(42)
其他经营现金流	125	94	430	(95)	(72)
经营活动产生的现金流	804	550	722	956	390
购买固定资产净值	78	100	666	54	54
投资减少/增加	310	43	0	0	0
其他投资现金流	(988)	(1,099)	(858)	(121)	(125)
投资活动产生的现金流	(600)	(956)	(193)	(67)	(71)
净增权益	(351)	(220)	(240)	(313)	(353)
净增债务	361	779	(2,271)	74	57
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	639	726	438	(221)	(357)
融资活动产生的现金流	649	1,313	(2,021)	(358)	(431)
现金变动	854	907	(1,491)	531	(113)
期初现金	2,100	2,963	3,879	2,388	2,919
公司自由现金流	205	(407)	529	889	318
权益自由现金流	650	466	(1,660)	1,026	437

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	3,215	4,813	2,809	3,454	3,436
应收帐款	1,682	1,725	1,978	2,269	2,312
库存	22	24	24	31	28
其他流动资产	23	43	15	52	24
流动资产总计	4,943	6,606	4,826	5,807	5,801
固定资产	1,810	1,990	2,480	2,359	2,237
无形资产	581	681	672	659	642
其他长期资产	204	241	238	239	239
长期资产总计	2,595	2,911	3,391	3,257	3,119
总资产	8,811	10,919	9,210	10,049	9,904
应付帐款	400	402	408	540	470
短期债务	1,268	1,824	2	2	2
其他流动负债	1,862	2,479	1,977	2,545	2,323
流动负债总计	3,530	4,705	2,387	3,087	2,795
长期借款	824	132	334	279	205
其他长期负债	14	19	19	17	18
股本	1,171	1,465	1,465	1,465	1,465
储备	2,816	4,295	4,445	4,618	4,811
股东权益	3,987	5,760	5,910	6,083	6,276
少数股东权益	456	544	561	583	611
总负债及权益	8,811	10,919	9,210	10,049	9,904
每股帐面价值(人民币)	3.40	3.93	4.03	4.15	4.28
每股有形资产(人民币)	2.91	3.47	3.58	3.70	3.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.17)	(1.31)	(1.63)	(1.99)	(1.91)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.5	1.4	8.1	8.0	8.5
息税前利润率(%)	8.2	(1.7)	4.5	4.7	5.4
税前利润率(%)	14.0	8.1	8.7	9.5	10.0
净利率(%)	12.6	7.3	7.6	8.5	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	2.0	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	4.2	(0.8)	2.8	4.3	5.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.4	2.0	1.9	2.1
估值					
市盈率(倍)	54.3	115.5	96.1	77.0	68.5
核心业务市盈率(倍)	49.0	98.1	83.0	67.6	60.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	61.4	123.0	104.1	84.7	75.2
市净率(倍)	7.5	6.5	6.3	6.1	6.0
价格/现金流(倍)	37.2	68.0	51.8	39.1	96.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	78.6	582.8	84.3	75.2	66.2
周转率					
存货周转天数	5.5	5.6	5.2	5.4	5.4
应收帐款周转天数	133.5	139.7	132.4	135.2	135.8
应付帐款周转天数	31.8	32.9	29.0	30.2	29.9
回报率					
股息支付率(%)	63.9	67.8	61.6	64.4	64.6
净资产收益率(%)	15.3	6.6	6.7	8.1	8.8
资产收益率(%)	4.1	(0.7)	2.1	2.6	3.1
已运用资本收益率(%)	2.3	1.1	1.3	1.8	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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，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。所有本报告期内使用的商标、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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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