

用友网络 (600588) 季报点评

2016 年 10 月 30 日

首席证券分析师 郝彪

执业资格证书号码: S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

021-60199781

业绩持续改善，新业务高速增长加速业绩拐点来临

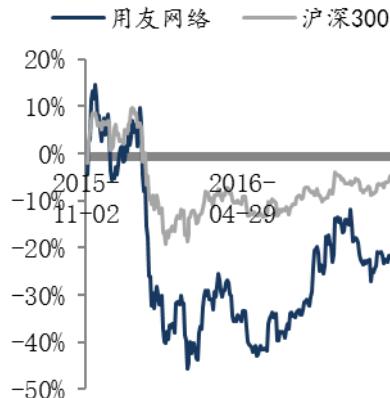
买入（维持）

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	104	81	52	32
P/B	6	6	6	5

事件：公司发布 2016 年三季报，实现营业收入 26.33 亿元，同比增长 16%；实现归属于上市公司股东的净亏损 3.55 亿元，同比减亏 10%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损 3.77 亿元，同比减亏 13%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益和股权激励成本的净亏损 2.47 亿，同比减亏 23%。

- **业务转型成效显著，新业务均实现高速增长。**公司企业互联网服务新战略取得的初步成果，三季度公司发布了用友 3.0 战略，聚焦“软件、云服务、金融”三大核心业务，收入方面均有较好的增长。具体来看，公司软件业务收入增长 10.7%，业务毛利率提升 3.8 个百分点。云服务业务和互联网金融服务业务进一步加大投入，完善布局，实现高速增长。云服务业务实现收入 7,124.49 万元，同比增长 124.3%，互联网金融服务业务实现收入 1.40 亿元，同比增长 180.7%。云服务业务的企业客户数超过 170 万家，较 2015 年年末增长 166%；网贷撮合交易平台服务业务的累计撮合成交金额 84 亿元，报告期内新增撮合成交金额 53.5 亿元，比 2015 年年底增长 75.4%；互联网金融服务业务中支付业务交易金额超过 382 亿元，同比增长 193.8%。
- **费用率控制良好，研发投入持续加大奠定转型基础。**公司业务转型进展顺利，销售费用率同比下降 2.02 个百分点，管理费用率同比增长了 3.03 个百分点，主要由于公司持续加大对云服务业务和互联网金融业务的投入，两项投入合计 6.53 万元，同比增加 2.2 亿元，增幅达 51%。
- **企业信息化进入互联网化发展的第三阶段，成立用友建筑科技开启企业管理新潮流。**企业信息化历经财务软件、ERP 管理软件发展阶段后，目前已全面进入互联网化的商业时代。企业发展所需的资源和流程从企业内部走向企业之间，信息化也从流程驱动变为数据驱动，打开传统 ERP 软件的新成长空间。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.92
一年最低价/最高价	16.08 / 34.80
市净率	6.45
流通A股市值(百万元)	33,471.59

基础数据

每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	46.07
总股本(百万股)	1,464.29
流通A股(百万股)	1460.37

相关研究

用友网络：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——2016.08.05

用友网络：二季度成功扭亏，软件与金融双轮驱动公司业绩反转——

2016.08.26

- **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《第十五次全国信息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。以国家电网为例，ERP 整体替代需求预估不低于 15 亿，目前国内央企 106 家，地方国企后、超过千家，所以整体国产替代空间可达千亿。而用友当前在中高端市场的销售不到 20 亿，提升空间巨大。
- **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 81/52/32 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 年软件 6.43 亿利润，给予 65 倍 PE 估值 418 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 498 亿，目标价 34.11 元/股，维持“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					
其他	19.2	19.2	19.2	19.2					
负债总计	4855.9	4651.0	5502.0	6625.2					
少数股东权益	543.8	543.8	543.8	543.8					
归属母公司股东权益	5518.9	5797.6	6118.8	6643.7					
负债和股东权益总计	10918.6	10992.4	12164.6	13812.7					
<hr/>									
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	549.7	853.1	975.5	1305.3	摊薄每股收益(元)	0.22	0.28	0.44	0.71
投资活动现金流	-956.2	-325.5	-392.2	-392.6	每股净资产(元)	3.77	3.94	4.16	4.52
筹资活动现金流	1313.1	-562.6	-321.3	-524.9	发行在外股份(百万股)	1464.7	1469.8	1469.8	1469.8
现金净增加额	906.6	-35.0	262.0	387.9	ROIC(%)	0.5%	4.1%	7.3%	12.5%
企业自由现金流	-530.0	301.7	405.4	734.0	ROE(%)	5.9%	7.2%	10.5%	15.8%
					毛利率(%)	66.2%	62.7%	61.5%	60.2%
					EBIT Margin(%)	0.9%	7.7%	9.5%	12.2%
					销售净利率(%)	7.3%	7.8%	8.9%	10.8%
					资产负债率(%)	44.5%	42.3%	45.2%	48.0%
					收入增长率(%)	1.8%	19.5%	35.0%	35.6%
					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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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.gsjq.com.cn>