

投资评级：推荐（首次）

分析师

刘深 010-88366060-8756
Email:liush@cgws.com
执业证书编号:S1070511050001
联系人:
赵悦媛 0755-83516207
Email:zhaoyy@cgws.com
从业证书编号:S1070115080102

市场数据

目前股价	20.89
总市值(亿元)	305.85
流通市值(亿元)	294
总股本(万股)	146,410
流通股本(万股)	140,669
12个月最高/最低	74.39/16.08

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	4865	5957	7446
(+/-%)	9.3%	22.4%	25.0%
净利润	346	405	508
(+/-%)	6.9%	17.1%	25.5%
摊薄 EPS	0.24	0.28	0.35
PE	88.40	75.50	60.16

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

加码互联网业务，三轮驱动助增长

——用友网络（600588）公司动态点评

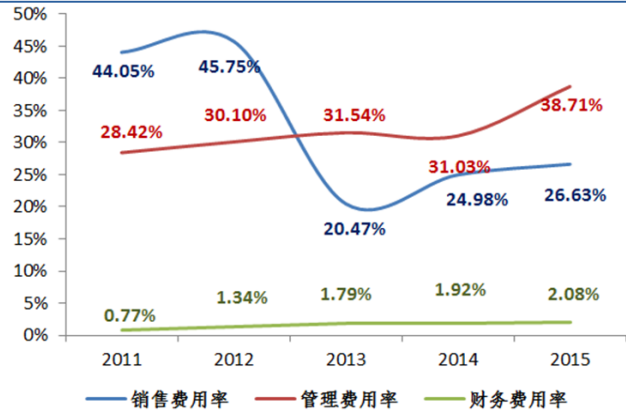
投资建议

公司于3月18日晚间发布2015年年报，2015年公司实现营业收入44.51亿元，较上年同期增长1.8%，实现归母净利润3.24亿元，较上年同期下降41.2%。公司业绩大幅下降，主要系互联网业务加大投入，管理费用增长3.66亿元所致。另外，公司毛利率水平持续提升，经营性现金流、货币资金以及应收账款占流动资产比重表现强劲，说明其主营业务发展稳定、回款能力持续增强。作为亚泰地区最大的管理软件提供商，公司拥有多年的技术积累、企业客户资源和渠道优势，并于2015年进军互联网业务，确定核心业务为企业应用软件，互联网服务业务和互联网金融服务业务三轮驱动的发展规划，未来，公司有望转型成为全球领先的企业管理服务与金融服务提供商。预计公司2016-2017年分别实现营业收入48.65亿元和59.57亿元，分别实现净利润3.46亿元和4.05亿元，EPS分别为0.24元和0.28元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

投资要点

- **营业利润大幅下降，主要系互联网业务加大投入，管理费用激增所致。** 2015年公司实现营业收入44.51亿元，较上年同期增长1.8%，实现营业利润1270.61万元，较上年同期下降95.74%，实现归母净利润3.24亿元，较上年同期下降41.2%。营业利润大幅下滑主要系管理费用大幅提升近3.66亿元所致。另外，公司所得税减少2287万元，政府补助增加2763万元，导致归母净利润下降幅度减少。
- **毛利率持续提升，研发投入持续加码。** 总体毛利率提升了0.2个百分点至67.3%，各项业务毛利率水平均有所提升，主要系公司将中小微企业的软件实施业务分迁给合作方所致。公司加大互联网服务的研发力度，研发支出较2014年度增长了28.3%至8.89亿元，其中，费用化的研发支出共计7.62亿元，致使管理费用率提升1.65个百分点至26.63%；另外，公司仅将14.3%的研发投入资本化，表明公司将绝大部分研发投入费用化，财务政策相当稳健。我们预期研发费用在经过近两年的高速增长后，17年有望得到改善。

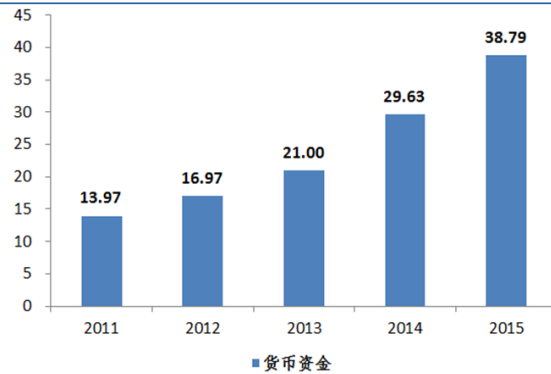
图 1: 公司管理费用率持续攀升



资料来源: wind, 长城证券研究所

- **现金流表现强劲，企业生机勃勃。** 现金流如同企业的“血液命脉”，公司经营活动现金流常年维持较高水平，为企业运营与发展提供坚实的保障。与此同时，资产负债表中货币资金持续增加，充分的现金可供公司未来快速发展；应收账款占流动资产比重逐年减少，回款能力持续增强。由此可见，企业运营良好，生机勃勃。

图 2: 货币资金逐年增长，展现公司主营业务发展稳定、回款能力逐年提升



资料来源: wind, 长城证券研究所

- **企业应用软件业务是发展互联网业务的基础。** 公司在企业管理软件方面具有多年的技术积累，始终占据国内市场份额第一的位置，主打产品有管理软件、财务软件、人力资源管理软件以及客户关系管理软件等。公司采取“3+N”发展模式：公司面向高端，中端和低端客户的三大产品线，以及面向政府客户，金融，汽车，医疗，制造，烟草等不同行业的多个解决方案，从产品的互联网化，业务的互联网化，以及技术的互联网化三大维度去发展软件业务。
- **转型企业互联网服务，未来面临巨大机会。** 公司互联网服务业务去年实现收入 8695 万元，同比增长 11,360.1%，企业客户数超过 80 万家，较 2014 年年末增长 436.6%，基本符合公司此前的业务规划。公司企业互联网服务主要涉及面向小微企业的 SaaS 服务和企业运营服务，将 CRM, OA 等以公有云的方式来实现。其发展方向涉及财务会计、数字营销、人力资源、智能制造以及企业协同办公，并已推出易代账、会计家园、

用友嘟嘟、电商通和红橘等产品。公司去年与阿里携手，推出电商通，并为企业和金融机构提供增值服务，未来还有望利用线上交易数据和企业财务数据提供征信服务，丰富公司的互联网化服务体系，主力公司业务实现高速增长。

- **当前蕴含这大量的金融服务机会。**公司互联网金融业务实现收入 8110 万元，同比增长 1,263.1%，其中，支付业务交易金额达到 243 亿元人民币，同比增长 471%，累计商户超过 27,469 家，同比增长 431%； P2P 业务累计撮合成交金额 30.5 亿元人民币，累计用户数 342,945 人，较 2014 年年底增长 2,152.2%。公司依托 27 年的企业软件业务积累、超过 200 万家的政企客户资源以及通过企业管理系统帮助客户管理财务和经营的经验基础，构建互联网金融服务平台，陆续开展支付和结算、P2P、企业征信和企业理财等方面的互联网金融服务。目前，公司已基本完成互联网金融业务的战略布局。
- **风险提示：**业务进展不达预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4374	4451	4865	5957	7446	成长性					
营业成本	1421	1431	1557	1894	2360	营业收入增长	0.3%	1.8%	9.3%	22.4%	25.0%
销售费用	1093	1185	1300	1607	2010	营业成本增长	-13.7%	0.7%	8.8%	21.7%	24.6%
管理费用	1357	1723	1888	2235	2756	营业利润增长	-4.8%	-95.7%	287.0%	103.7%	88.8%
财务费用	84	93	73	89	96	利润总额增长	-5.4%	-40.8%	6.9%	16.5%	25.6%
投资净收益	25	181	130	103	115	净利润增长	0.2%	-39.8%	6.9%	17.1%	25.5%
营业利润	298	13	49	100	189	盈利能力					
营业外收支	314	350	338	351	378	毛利率	67.5%	67.9%	68.0%	68.2%	68.3%
利润总额	612	362	388	452	567	销售净利率	13.0%	7.7%	7.5%	7.2%	7.2%
所得税	42	19	21	22	29	ROE	13.8%	5.9%	6.0%	6.7%	7.9%
少数股东损益	19	19	21	24	30	ROIC	9.9%	2.2%	1.6%	2.4%	4.0%
净利润	550	324	346	405	508	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	25.0%	26.6%	26.7%	27.0%	27.0%
流动资产	4227	5873	5325	5345	6095	管理费用/营业收入	31.0%	38.7%	38.8%	37.5%	37.0%
货币资金	2250	3150	2562	2546	3240	财务费用/营业收入	1.9%	2.1%	1.5%	1.5%	1.3%
应收账款	1705	1769	1809	1843	1896	投资收益/营业利润	8.5%	1421.8%	264.4%	102.4%	60.6%
存货	22	24	23	25	27	所得税/利润总额	6.9%	5.4%	5.4%	5.0%	5.0%
其他流动资产	250	931	931	931	931	应收账款周转率	2.89	2.83	3.04	3.82	4.76
非流动资产	3798	4239	4518	4804	5107	存货周转率	63.18	59.86	67.69	75.77	87.42
固定资产	1810	1990	1852	1714	1576	流动资产周转率	0.62	0.49	0.60	0.76	0.82
资产总计	8026	10113	9843	10149	11202	总资产周转率	0.55	0.44	0.49	0.59	0.66
流动负债	2560	3297	2762	2758	3421	偿债能力					
短期借款	1268	1824	1252	1128	1660	资产负债率	44.6%	40.1%	35.7%	34.6%	37.3%
应付和预收款项	1292	1473	1510	1630	1761	流动比率	1.53	1.50	1.57	1.58	1.51
非流动负债	1023	753	753	753	753	速动比率	1.43	1.27	1.31	1.32	1.29
长期借款	326	132	132	132	132	每股指标 (元)					
负债合计	3583	4050	3515	3511	4174	EPS	0.38	0.22	0.24	0.28	0.35
股东权益	4443	6063	6328	6638	7028	每股净资产	3.03	4.14	4.32	4.53	4.80
股本	1171	1465	1465	1465	1465	每股经营现金流	0.58	0.62	-0.40	-0.01	0.47
留存收益	2070	2044	2288	2575	2934	每股经营现金/EPS	1.55	2.80	-1.70	-0.04	1.37
少数股东权益	456	544	564	588	619	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	8026	10113	9843	10149	11202	PE	55.58	94.47	88.40	75.50	60.16
现金流量表	(百万)					PEG	-5.73	5.82	9.50	3.36	2.41
经营活动现金流	782	550	113	291	374	PB	7.67	5.54	5.31	5.06	4.77
其中营运资本减少	-233	909	-13	24	86	PS	6.99	6.87	6.29	5.13	4.11
投资活动现金流	-600	-956	-3	-51	-46	EV/EBITDA	29.38	48.96	60.63	52.19	42.06
其中资本支出	284	415	0	0	0	EV/SALES	5.59	6.64	6.08	4.95	3.95
融资活动现金流	649	1313	-698	-257	367	EV/IC	6.17	6.62	6.23	5.95	5.65
净现金总变化	830	907	-587	-16	695	ROIC-WACC	0.10	0.02	0.00	0.01	0.02

研究员介绍及承诺

刘深: 北京大学光华管理学院 MBA/北京航空航天大学工学硕士, 9 年 IT 从业经验, 2008 年开始从事计算机行业分析工作, 2011 年加盟长城证券。

赵悦媛: 吉林大学理学硕士, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>