

增持 维持

用友软件 (600588)

2014 年 11 月 3 日

季节性依然明显，扣非净利改善

计算机行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850511020002
chenmf@htsec.com
021-23219409计算机行业分析师：蒋科
SAC 执业证书编号：S0850511070002
jiangk@htsec.com
021-23219474联系人：王秀钢
wxg8866@htsec.com
010-58067934

10 月 31 日收盘价：17.69 元 6 个月目标价：20.00 元

事件：

用友软件发布 2014 年三季报：实现营业收入 24.06 亿，同比增长 1.5%；归属于母公司净利润为亏损 5556 万，同比下降 948.8%，EPS 为 -0.05 元；扣非净利润为亏损 5971 万，去年同期则亏损 10463 万。从 Q3 单季度看，营收同比增长 2.6%，亏损扩大 402 万。

点评：

高端业务趋势良好、中低端依然艰难。前三季度，公司营收同比增长约 1.5%，较上半年增速（1%）略有提升。我们估计公司高端业务有两位数增长，而中低端业务则延续下滑的趋势。高端业务增长源于高端客户 IT 投资对经济敏感度低以及软件国产化的趋势；中端业务下滑主要受业务分拆和分销比例上升的影响；低端业务下滑主要受宏观经济影响，同时免费的趋势也对营收构成一定压力。

公有云平台业务仍有望达到预期。公司今年发布了易代帐、客户管家、工作圈和会计家园等四款云应用。受畅捷通上市等因素影响，公司公有云业务进度较原计划有所滞后。从目前来看，易代帐、工作圈和会计家园等应用用户数保持良好增长势头，达到市场预期的可能性较大。互联网金融方面，公司涉足了支付和 P2P，后期可以期待更多金融服务业务。

平台化战略提升毛利率，费用控制良好。公司前三季度综合毛利率约为 63.8%，同比上升约 1.2 个百分点，主要源于实施服务外包比例提高和强调标准支持服务的用户渗透。公司本期销售费用同比下降 0.2%，管理费用同比上升 4.4%，两项费用合计同比上升约 2.5%。在员工数下降的同时，期间费用略有上升的主要原因是公有云平台、互联网金融等新业务投入较大。

资产处置收益减少导致利润下滑。公司去年出售参股公司瑞友科技的股权获得约 7000 万投资收益，而本期没有大的资产处置收益，这是本期公司净利润下滑的最主要原因。

仍有望达到行权条件，互联网业务提升估值，维持“增持”评级。我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.49 元、0.61 元和 0.76 元。公司易代帐、工作圈等云应用业务进展符合预期，互联网金融业务有序开展，均有助于提升估值。我们维持“增持”的投资评级，给予 20.00 元的 6 个月目标价，对应 40 倍的 2014 年 EPS。公司股价可能的催化剂主要是 CSP 平台和互联网金融业务取得新进展。

主要不确定性。公司业务对宏观经济相对敏感；业绩达到行权条件仍有压力。

表 1 用友软件利润表预测（万元）

	2013	3Q2014	YoY(%)	YT3Q14	YoY(%)	2014E	2015E	2016E
主要业务营业收入:								
高端	255074					293336	346136	408441
中端	119727					119727	131699	144869
低端	31181					31181	34299	37729
其他	24330					24330	26762	29439
营业收入	436269	85126	2.6	240573	1.5	468573	538897	620478
减: 营业成本	164535	31338	-3.1	87164	-1.8	181403	211323	246417
毛利	271734	53788	6.2	153409	3.6	287169	327574	374061
毛利率(%)	62.29	63.19	2.2	63.77	1.2	61.29	60.79	60.29
主营业务税金及附加	5300	1123	-6.0	3166	-10.9	5123	5892	7537
营业费用(销售费用)	89324	24408	-1.4	64965	-0.2	90314	99919	110013
营业费用/收入(%)	20.5	28.7	-1.1	27.0	-0.5	19.3	18.5	17.7
管理费用	137600	34017	-1.7	94116	4.4	144761	161730	179259
管理费用/收入(%)	31.5	40.0	-1.7	39.1	1.1	30.9	30.0	28.9
财务费用	7810	1791	-15.1	5788	0.0	7579	7579	7579
资产减值损失	8668	1240	80.1	4505	21.9	8844	10172	11712
加: 公允价值变动收益	0	0		0		0	0	0
投资收益	8302	-367		-349		1000	1000	1000
营业利润	31334	-9158		-19480	38.0	31548	43282	58961
营业外收入	33872	2989	-55.6	18575	-14.0	35861	40193	45218
减: 营业外支出	499	136	390.6	245	-18.3	499	499	499
利润总额	64707	-6304		-1151		66910	82975	103680
减: 所得税	7841	783	70.1	4908	-18.2	8029	9957	12442
减: 少数股东损益	2076	-403		-502		1338	2489	3110
归属于母公司净利润	54790	-6684		-5556		57542	70529	88128
EPS(元)	0.47	-0.06		-0.05		0.49	0.61	0.76

资料来源: 公司 2013 年年报, 公司 2014 年三季报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机行业

蒋科：计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：东软集团、用友软件、航天信息、远光软件、启明星辰、科大讯飞、立思辰、海隆软件、汉得信息、宝信软件、赛为智能、聚龙股份、恒生电子

投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；	
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	股票投资评级	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；	
	行业投资评级	中性	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
	减持		

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。