



2014-11-17

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持


分析师: 马先文


 862765799815

 maxw@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490511060001

联系人: 刘慧慧

 862765799814

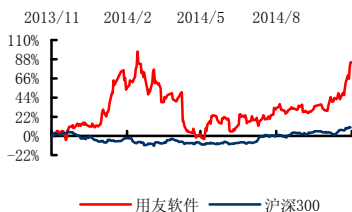
 liuhh1@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《用友软件: P2P 望接入征信体系, 友金所当脱颖而出》2014/11/13

《用友软件: P2P 望接入征信体系, 友金所当脱颖而出》2014/11/13

《20141111 用友软件十大高频问题释疑》2014/11/11

用友软件 (600588)

小微企业互联网生态圈的缔造者

报告要点

■ 事件描述

一直以来,我们对用友软件各业务的进展进行了紧密跟踪。时至今日,我们认为,公司对未来三五年的互联网化转型思路已清晰明了,即先行搭建覆盖上千万小微企业的互联网生态圈,进而通过互联网金融等多元化渠道挖掘该生态圈的价值。

■ 事件点评

- **企业互联网的突破口是小微企业,而小微企业的痛点是融资,公司以线上财务应用和金融服**务开局,可快速缔造小微企业生态圈。正如 C 端消费互联网市场的快速繁荣一样,蕴藏更大商机的 B 端企业互联网市场正悄然崛起,而以企业管理软件称王的用友软件最懂得 B 端市场的需求,并积累了 200 万存量企业客户资源,这是其相较于 IBM、BAT 等市场参与者得天独厚的优势。用友的企业互联网分两个步骤: 1、发挥互联网思维囤积客户量,公司将企业互联网战略落地的首要突破口瞄准小微企业,这是由于大中型企业对管理习惯、数据保密性等要求甚高,而小微企业更容易因为免费接受公有云管理模式,所以畅捷通宣布四大应用易代账、工作圈社交 APP、会计家园社区、客户管家 CRM 全部免费,已囤积超过十万线上企业用户; 2、紧抓小微企业的“融资”痛点,以金融服务开局,正是由于对企业需求的深刻理解,公司清楚地明白小微企业的融资难题亟待解决,前期推出连线小微企业和银行的畅捷贷平台即是证明,但由于银行对小微市场的忽视,资金到位尚成问题。因此公司合资成立“友金所”,激活万亿民间资本,并积极布局民营银行,掌握资金供应能力,打造包括客户、资金、风控、牌照等元素的“小微企业金融入口”闭环体系。若畅捷通的线上客户积累能够按照 2014 年达到十几万、2015 年达到几十万、2016 年达到几百万、5 年后达到上千万的进度推进,小微企业的互联网生态圈将成功打造完成。再以金融服务、商业信息服务、撮合产业链项目交易、数字营销、广告投放等多元化的方式实现客户量和数据资源变现,争当互联网时代下 B2B 龙头。
- **国产化政策对传统软件业务的利好正逐渐释放,ERP 增量市场可观,中短期内仍将成为公司主要收入来源。**对于 ERP 市场的存量企业来说,由于成本、性能、替换周期等因素,其国产化还需一两年才能真正体现。但 ERP 增量市场仍以 15-17% 增长,且只能由国内厂商联合竞标,而用友在中高端产品性能方面可谓国内 NO.1,无疑将优先分享政策红利。公司 26 年来深知软件对企业客户的黏性,中短期内仍将以软件作为主要收入来源,为互联网新业务提供有力的资金支持。而友金所将在明年扭亏为盈,成为互联网业务的第一个变现渠道。
- **小微企业互联网生态圈打造注定不会太久,维持推荐。**预计 2014~2016 年 EPS 为 0.53、0.66、0.83 元,对应的 PE 为 42、34、27 倍,维持“强烈推荐”!

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4363	4987	6054	7963	货币资金	2100	1527	2243	3158
营业成本	1645	1912	2288	3024	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2717	3075	3766	4940	应收账款	1479	1624	1971	2593
%营业收入	62.3%	61.7%	62.2%	62.0%	存货	22	25	30	40
营业税金及附加	53	61	74	97	预付账款	20	19	22	29
%营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	77	90	108	139
销售费用	893	997	1187	1513	流动资产合计	3738	3334	4435	6039
%营业收入	20.5%	20.0%	19.6%	19.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1376	1571	1889	2453	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	31.5%	31.5%	31.2%	30.8%	长期股权投资	420	426	431	437
财务费用	78	36	12	9	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.8%	0.7%	0.2%	0.1%	固定资产合计	1350	1347	1329	1316
资产减值损失	87	17	54	97	无形资产	406	405	404	404
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	880	880	880	880
投资收益	83	6	6	6	递延所得税资产	70	2	7	12
营业利润	313	399	557	777	其他非流动资产	367	367	367	367
%营业收入	7.2%	8.0%	9.2%	9.8%	资产总计	7230	6762	7853	9454
营业外收支	334	334	350	350	短期贷款	1081	0	0	0
利润总额	647	732	907	1128	应付款项	363	421	504	666
%营业收入	14.8%	14.7%	15.0%	14.2%	预收账款	607	698	848	1115
所得税费用	78	88	109	135	应付职工薪酬	463	463	554	732
净利润	569	644	798	992	应交税费	265	148	182	232
归属于母公司所有者的净利润	547.9	622.5	773.1	962.0	其他流动负债	232	265	317	414
少数股东损益	21	22	25	30	流动负债合计	3011	1996	2405	3158
EPS (元/股)	0.47	0.53	0.66	0.83	长期借款	337	337	337	337
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	4	0	0	0
经营活动现金流净额	740	748	964	1208	其他非流动负债	515	515	515	515
取得投资收益	6	0	0	0	负债合计	3867	2848	3257	4010
长期股权投资	-28	0	0	0	归属于母公司	3227	3756	4413	5231
无形资产投资	0	-20	-20	-20	少数股东权益	136	158	183	214
固定资产投资	-372	-90	-101	-120	股东权益	3363	3914	4597	5445
其他	-226	0	0	0	负债及股东权益	7230	6762	7853	9454
投资活动现金流净额	-625	-110	-121	-140	基本指标				
债券融资	496	0	0	0	EPS	0.470	0.534	0.663	0.825
股权融资	67	0	0	0	BVPS	2.77	3.22	3.79	4.49
银行贷款增加(减少)	97	-1081	0	0	PE	48.71	42.87	34.52	27.74
筹资成本	279	-130	-128	-153	PEG	2.36	2.08	1.67	1.34
其他	-657	0	0	0	PB	8.27	7.10	6.05	5.10
筹资活动现金流净额	282	-1211	-128	-153	EV/EBITDA	53.29	46.55	34.99	25.40
现金净流量	396	-573	716	915	ROE	16.98%	16.57%	17.52%	18.39%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。