


2015-1-14

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

用友软件 (600588)
企业互联网最纯正的投资标的!


分析师: 马先文


 862765799815

 maxw@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490511060001

联系人: 刘慧慧

 (027)65799814

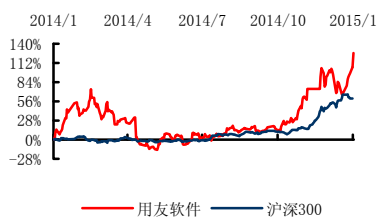
 liuhh1@cjsc.com.cn

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

《P2P 年终分化, 友金所蒸蒸日上》2014/12/29

《P2P 年终分化, 友金所蒸蒸日上》2014/12/29

《用友网络, 一个全新的起点》2014/12/24

报告要点
■ 事件描述

用友软件官网公示, 公司将作为主办牵头方, 与阿里、百度、华为、联想、中国移动、京东、IBM 等单位共同举办 2015 年中国企业互联网大会, 共同推进中国企业互联网化步伐。我们认为, 用友作为企业互联网领头羊的态势初显。

■ 事件评论

➤ **用友浸淫 B 端信息化市场 26 年, 是 A 股上唯一一家全面具备客户、数据风控、牌照、资金等闭环要素的企业互联网生态圈构建者。**当下时代已经走到了企业之间互联互通的关键阶段, 作为投资者, 面对即将爆发的 8 万亿企业互联网市场, 唯有前瞻性、战略性入局才可分享时代红利。而纵观整个 A 股市场, 我们认为, 用友是唯一一家同时具备客户、数据、风控、牌照、资金等要素的公司, 将持续领跑企业互联网市场: **1、客户**, 公司拥有 200 万线下存量企业客户及快速递增的线上企业客户, 并初步以“2015 年 80 万、2016 年 200 万、2019 年 1000 万线上小微企业客户”的目标大力推进; **2、数据风控**, 公司起家于财务软件, 以易代帐 SaaS 应用等杀手级产品作为企业客户财务数据的入口, 是掘金小微“屌丝经济”蓝海最为核心的信用考评指标; **3、牌照**, 用友已将第三方支付、虚拟运营商等牌照收入囊中, 进一步获取企业客户进销存财务数据, 并依托于工作手机向客户植入 SMAC 元素的互联网化办公应用; **4、资金**, 用友旗下友金所 P2P 平台吸收民间资本, 未来对接物捷通的优质小微客户后融资规模有望快速上量。我们坚定认为, 用友是企业互联网最纯正的投资标的!

➤ **用友企业互联网生态圈变现价值巨大, 长期来看, 万亿市值值得期待!**在用友完善的企业互联网顶层设计引导下, 公司线上企业客户、线上融资额两大数据将不断迈上新台阶, 我们初步预估用友作为 1000 万小微企业生态圈缔造者的投资价值: 1、单从融资角度考虑, 我们按 15% 的客户价值兑现比例, 参考友金所初期融资额度 20-50 万、约 5% 的净利率水平, 未来有望为用友贡献 $1000 \text{万} * 15\% * 50 \text{万} * 5\% = 375 \text{亿}$ 净利润, 对应市值空间高达数千亿甚至万亿, 再参考陆金所约 500 亿融资额, 其估值达 100 亿美元, 待友金所交易额上量, 未来亦有望值得上百亿人民币的估值水平; 2、除却金融渠道, 未来企业互联网生态圈内的精准营销、撮合交易、广告投放等多元化渠道价值亦不可限量! 或许, 用友的企业互联网之路并不会一帆风顺, 但即便如此, 从公司在蓝海前夕的战略布局、进度规划来看, 其市值近一两年内初步迈上千亿规模是属情理之中。

➤ **当下仍处抢筹阶段, 维持“强烈推荐”评级。**预计 2014~2016 年 EPS 为 0.53、0.66、0.83 元, 继续强烈建议在用友价值重估前战略性布局!

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
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	4	0	0	0
					其他非流动负债	515	515	515	515
					负债合计	3867	2848	3257	4010
					归属于母公司	3227	3756	4413	5231
					少数股东权益	136	158	183	214
					股东权益	3363	3914	4597	5445
					负债及股东权益	7230	6762	7853	9454
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.470	0.534	0.663	0.825
					BVPS	2.77	3.22	3.79	4.49
					PE	67.98	59.83	48.18	38.72
					PEG	3.29	2.90	2.33	1.88
					PB	11.54	9.92	8.44	7.12
					EV/EBITDA	74.92	65.82	49.89	36.64
					ROE	17.0%	16.6%	17.5%	18.4%

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。