

2015-1-30


公司报告(点评报告)


 评级 **推荐** 维持

**用友软件 (600588)**

## 结盟百度，多渠道掘金小微生态圈


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

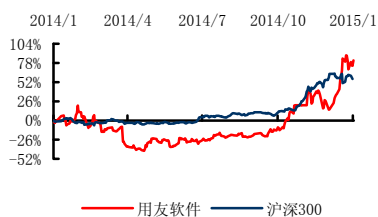
 liuhh1@cjsc.com.cn

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

《企业互联网最纯正的投资标的!》2015/1/14

《企业互联网最纯正的投资标的!》2015/1/14

《P2P 年终分化，友金所蒸蒸日上》2014/12/29

### 报告要点

#### ■ 事件描述

用友公告，公司控股子公司畅捷通与百度时代签署《合作协议》，就“大数据在企业中的应用”建立长期战略合作关系。

#### ■ 事件评论

➤ **畅捷通企业流量&百度大数据分析技术优势互补，加速企业互联网战略落地，多元化的生态圈变现渠道值得期待。**企业互联网的投资价值正逐渐被市场认可，互联网巨头已争相布局，如腾讯的企业公众号、阿里的云和计划、百度的企业直达号、SAP 的 Concur 云计算、苹果结盟 IBM 延伸 B 端服务等。本次合作的互补效应体现在：1、用友所积累的 200 万线下存量企业客户及月均数万增长的线上小微企业客户所带来的企业流量，是百度艳羡而相对欠缺的财富；2、百度的开放云、数据工厂、百度大脑等大数据分析技术全球领先，畅捷通可在易代帐、客户管家、工作圈等 SaaS 云应用中植入百度大数据引擎的服务入口，如此一来，一方面可借助百度的品牌和规模效应加速线上客户积累，另一方面可为小微客户提供精准营销、撮合交易、差异化竞争设计等多元化增值服务，成为继互联网金融之后，企业互联网生态圈的又一类变现渠道，这与我们《用友软件：价值面临两次重估的机遇!》报告中的预期不谋而合。

➤ **2014 年是用友战略布局完善之年，初步目标均顺利兑现，2015-2016 年战略验证和升华值得期待。**2014 用友前瞻性地确立了“软件+企业互联网+互联网金融”三轮驱动的战略格局：1、传统软件业务将受益于 ERP 增量市场的国产化政策，有望实现约 20% 的稳步增长，是转型阵痛期重要的利润来源；2、企业互联网通过 SaaS 应用、捆绑移动办公应用的工作手机、USMAC 等为企业注入互联网思维；3、金融服务则将囊括第三方支付、友金所 P2P、畅捷贷、企业财富管理、民营银行等综合布局。2014 年用友提前完成线上企业客户 15 万、友金所融资 1 亿的目标。我们预计企业客户量将按照 2015 年 80 万、2016 年 200 万、2019 年 1000 万推进；生态伙伴 2 年突破 2000 家；友金所 2015 年突破 12 亿并实现盈利，后续力争挤入 P2P 行业前十；各类互联网金融服务 2 年共实现千亿交易额。用友互联网化转型已万事俱备，我们只需静待花开！

➤ **用友是 A 股上唯一具备企业互联网生态圈构建能力的标的，有望成为计算机板块首个迈上千亿市值的公司，维持“强烈推荐”。**我们认为，用友的转型逻辑全面具备客户、数据、风控、牌照、资金等闭环要素，将持续领跑企业互联网市场，单是互联网金融价值即存在百亿潜在利润空间，对应数千亿甚至万亿市值，依此来看，当下仍处抢筹码阶段，预计 2014~2016 年 EPS 为 0.53、0.66、0.83 元，持续强烈建议在用友价值重估前夕战略性布局！

## 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       |
| <b>营业收入</b>          | <b>4363</b>  | <b>4987</b>  | <b>6054</b>  | <b>7963</b>  | 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           |
| <b>毛利</b>            | <b>2717</b>  | <b>3075</b>  | <b>3766</b>  | <b>4940</b>  | 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         | <b>流动资产合计</b>  | <b>3738</b> | <b>3334</b> | <b>4435</b> | <b>6039</b> |
| %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          |
| <b>营业利润</b>          | <b>313</b>   | <b>399</b>   | <b>557</b>   | <b>777</b>   | 其他非流动资产        | 367         | 367         | 367         | 367         |
| %营业收入                | 7.2%         | 8.0%         | 9.2%         | 9.8%         | <b>资产总计</b>    | <b>7230</b> | <b>6762</b> | <b>7853</b> | <b>9454</b> |
| 营业外收支                | 334          | 334          | 350          | 350          | 短期贷款           | 1081        | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>          | <b>647</b>   | <b>732</b>   | <b>907</b>   | <b>1128</b>  | 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         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>547.9</b> | <b>622.5</b> | <b>773.1</b> | <b>962.0</b> | 其他流动负债         | 232         | 265         | 317         | 414         |
| 少数股东损益               | 21           | 22           | 25           | 30           | <b>流动负债合计</b>  | <b>3011</b> | <b>1996</b> | <b>2405</b> | <b>3158</b> |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>0.47</b>  | <b>0.53</b>  | <b>0.66</b>  | <b>0.83</b>  | 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         |
|                      |              |              |              |              | <b>负债合计</b>    | <b>3867</b> | <b>2848</b> | <b>3257</b> | <b>4010</b> |
|                      |              |              |              |              | 归属于母公司         | 3227        | 3756        | 4413        | 5231        |
|                      |              |              |              |              | 少数股东权益         | 136         | 158         | 183         | 214         |
|                      |              |              |              |              | <b>股东权益</b>    | <b>3363</b> | <b>3914</b> | <b>4597</b> | <b>5445</b> |
|                      |              |              |              |              | <b>负债及股东权益</b> | <b>7230</b> | <b>6762</b> | <b>7853</b> | <b>9454</b> |
|                      |              |              |              |              | <b>基本指标</b>    |             |             |             |             |
|                      |              |              |              |              |                | 2013A       | 2014E       | 2015E       | 2016E       |
|                      |              |              |              |              | EPS            | 0.470       | 0.534       | 0.663       | 0.825       |
|                      |              |              |              |              | BVPS           | 2.77        | 3.22        | 3.79        | 4.49        |
|                      |              |              |              |              | PE             | 78.70       | 69.27       | 55.78       | 44.82       |
|                      |              |              |              |              | PEG            | 3.81        | 3.36        | 2.70        | 2.17        |
|                      |              |              |              |              | PB             | 13.36       | 11.48       | 9.77        | 8.24        |
|                      |              |              |              |              | EV/EBITDA      | 86.96       | 76.55       | 58.19       | 42.89       |
|                      |              |              |              |              | 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。