

用友软件

互联网服务和互联网金融取得较大突破，软件业务加速互联网化

业绩回顾

业绩低于预期

互联网服务及互联网金融业务投入加大导致公司归属净利润同比减少**41%**至**3.24亿元**。(1)营业收入**44.51亿元**，同比增长**1.76%**；归属净利润**3.24亿元**，同比减少**41.16%**；(2)企业互联网服务业务、互联网金融业务合计投入**8.02亿元**，畅捷通等子公司股权激励成本**6,792万元**，处置致远公司部分股权投资收益**1.65亿元**；(3)综合毛利率为**67.85%**，比去年提高**0.33个百分点**；(4)期间费用率达**67.42%**，比去年提高**9.49个百分点**；(5)研发投入**8.89亿元**，其中资本化**1.27亿元**，资本化率为**14.27%**。

公司的互联网服务和互联网金融业务取得较大突破，软件业务加速互联网化。(1)互联网服务业务聚焦财务服务、营销服务、人力资源以及企业协同服务，实现收入**8,695万元**，同比增长**11,360%**，企业客户数超过**80万家**，比2014年末增长**437%**；(2)互联网金融服务实现收入**8,109万元**，同比增长**1,263%**；其中支付业务交易金额达**243亿元**，同比增长**471%**，新增商户**24,532家**，累计商户超过**27,469家**，同比增长**431%**；P2P业务累计撮合成交**30.5亿元**，新增撮合成交**29.3亿元**，比2014年底增长**2,353%**；累计用户**342,945人**，比2014年年底增长**2,152%**；(3)软件业务实现了业务模式优化升级，O2O、智能制造探索取得成效，各行业公司加强了互联网化的产品与业务发展。

发展趋势

公司将进一步强化企业互联网战略。通过各业务线的产品融合和资源复用，公司有望进一步加大向企业互联网转型的力度，并通过供应链金融等多种模式实现客户资源的变现。

盈利预测

预计公司2016~2017年营业收入分别为**48.04/51.88亿元**，同比分别增长**7.9%/8.0%**；归属净利润分别为**3.71/4.14亿元**，同比分别增长**14.4%/11.7%**；EPS分别为**0.25/0.28元**。

估值与建议

维持推荐。考虑到市场情绪的变化，下调公司目标价**22%至27.3元**，对应市值为**400亿元**，维持推荐。

风险

(1)宏观经济不及预期；(2)云计算落地速度不及预期。

卢婷

分析员

ting.lu@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080513090003

SFC CE Ref: BCG257

张向光

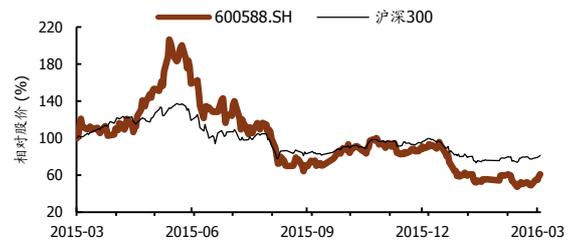
分析员

xianguang.zhang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080514030002

维持推荐

股票代码	600588.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 20.89
目标价	人民币 27.30
52周最高价/最低价	人民币 74.39~16.08
总市值(亿)	人民币 306
30日日均成交额(百万)	人民币 452.30
发行股数(百万)	1,464
其中:自由流通股(%)	96
30日日均成交量(百万股)	24.07
主营业务	软件及服务



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	4,374	4,451	4,804	5,188
增速	0.3%	1.8%	7.9%	8.0%
归属母公司净利润	550	324	371	414
增速	0.4%	-41.2%	14.4%	11.7%
每股净利润	0.38	0.22	0.25	0.28
每股净资产	2.72	3.77	3.87	4.00
每股股利	0.30	0.15	0.15	0.17
每股经营现金流	0.55	0.38	0.70	0.66
市盈率	55.6	94.5	82.6	74.0
市净率	7.7	5.5	5.4	5.2
EV/EBITDA	39.9	53.5	42.8	38.8
股息收益率	1.4%	0.7%	0.7%	0.8%
平均总资产收益率	6.9%	3.3%	3.3%	3.6%
平均净资产收益率	15.3%	6.8%	6.6%	7.2%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	4,374	4,451	4,804	5,188	营业收入	0.3%	1.8%	7.9%	8.0%
营业成本	1,421	1,431	1,731	1,906	营业利润	18.4%	-160.9%	N.M.	46.0%
营业税金及附加	57	73	79	85	EBITDA	-2.9%	-26.7%	24.5%	10.0%
营业费用	1,093	1,185	1,220	1,297	净利润	0.4%	-41.2%	14.4%	11.7%
管理费用	1,357	1,723	1,513	1,634	盈利能力				
财务费用	84	93	113	101	毛利率	67.5%	67.9%	64.0%	63.3%
其他	-90	-112	-110	-110	营业利润率	6.2%	-3.7%	0.8%	1.1%
营业利润	273	-166	37	55	EBITDA 利润率	17.8%	12.8%	14.8%	15.0%
营业外收支	339	530	378	408	净利润率	12.6%	7.3%	7.7%	8.0%
利润总额	612	362	414	461	偿债能力				
所得税	42	19	22	25	流动比率	1.40	1.40	1.33	1.29
少数股东损益	19	19	21	23	速动比率	1.39	1.40	1.32	1.28
归属母公司净利润	550	324	371	414	现金比率	0.64	0.68	0.62	0.58
EBITDA	777	570	710	781	资产负债率	49.6%	44.5%	44.6%	44.0%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,270	3,177	3,142	3,097	回报率分析				
应收账款及票据	1,514	1,573	1,698	1,834	总资产收益率	6.9%	3.3%	3.3%	3.6%
预付款项	23	43	47	51	净资产收益率	15.3%	6.8%	6.6%	7.2%
存货	22	24	29	32	每股指标				
其他流动资产	1,113	1,788	1,820	1,839	每股净利润 (元)	0.38	0.22	0.25	0.28
流动资产合计	4,943	6,606	6,736	6,853	每股净资产 (元)	2.72	3.77	3.87	4.00
固定资产及在建工程	1,810	1,990	2,166	2,324	每股股利 (元)	0.37	0.15	0.15	0.17
无形资产及其他长期资产	1,853	2,082	2,217	2,318	每股经营现金流 (元)	0.55	0.38	0.70	0.66
非流动资产合计	3,868	4,313	4,514	4,662	估值分析				
资产合计	8,811	10,919	11,249	11,515	市盈率	55.6	94.5	82.6	74.0
短期借款	1,268	1,824	1,824	1,824	市净率	7.7	5.5	5.4	5.2
应付账款及票据	1,108	1,247	1,507	1,659	EV/EBITDA	39.9	53.5	42.8	38.8
其他流动负债	1,154	1,635	1,741	1,834	股息收益率	1.4%	0.7%	0.7%	0.8%
流动负债合计	3,530	4,705	5,071	5,317					
应付长期债券	498	0	0	0					
非流动负债合计	834	138	-56	-251					
负债合计	4,368	4,856	5,015	5,066					
股东权益合计	3,986	5,519	5,670	5,861					
少数股东权益	456	544	565	588					
负债及股东权益合计	8,811	10,919	11,249	11,515					
现金流量表									
净利润	550	324	371	414					
折旧和摊销	101	134	204	242					
营运资本变动	-21	134	202	85					
其他	6	-86	0	0					
经营活动现金流	804	550	1,020	973					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	0	0	0	0					
投资活动现金流	-600	-956	-527	-500					
股权融资	764	1,839	0	0					
银行借款	354	278	-195	-195					
其他	-13	-273	0	0					
筹资活动现金流	649	1,313	-529	-518					
汇率变动对现金的影响	-1	0	0	0					
现金净增加额	853	907	-35	-45					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

用友软件长期坚持自主创新，致力于用信息技术推动商业和社会进步，以先进的产品技术和专业的服务成为客户信赖的长期合作伙伴。公司是亚太本土最大的管理软件、ERP软件、集团管理软件、人力资源管理软件、客户关系管理软件、小型企业管理软件、财政及行政事业单位管理软件、汽车行业管理软件、烟草行业管理软件、内部审计软件及服务提供商，也是中国领先的企业云服务、医疗卫生信息化、管理咨询及管理信息化人才培养提供商。公司连续多年被评定为国家“规划布局内重点软件企业”，2010年获得工信部系统集成一级资质企业认证；2011年获“年度中国经济十大领军企业”、上交所“年度董事会奖”。



图表 1：公司软件业务与企业互联网服务的融合



资料来源：用友微信公众号，中金公司研究部

图表 2：公司软件业务与互联网金融的融合



资料来源：用友微信公众号，中金公司研究部

图表 3：公司业绩变动表

(人民币百万元)	2015A	2015A YoY	vs CICC estimate	2016E	2016E YoY
收入	4,451	1.8%	-6.6%	4,804	7.9%
毛利	3,020	2.3%	-0.5%	2,994	-0.9%
营业利润	13	-95.7%	-96.7%	37	194.8%
净利润	324	-41.2%	-46.4%	371	14.4%
全面摊薄每股收益(元)	0.23	-51.1%	-44.7%	0.25	10.0%
毛利率	67.9%	0.3ppt	4.1ppt	62.3%	-5.5ppt
营业利润率	0.3%	-6.5ppt	-7.8ppt	0.8%	0.5ppt
净利润率	7.3%	-5.3ppt	-5.4ppt	7.7%	0.4ppt

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

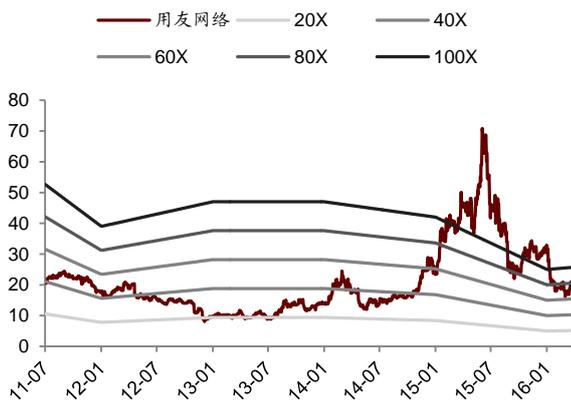


图表4: 公司2015年度业绩变动详表

损益表(百万元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015A	1Q15+/-	2Q15+/-	3Q15+/-	4Q15+/-	2015A+/-
营业收入	495	1,020	755	2,182	4,451	6%	-6%	-11%	11%	2%
营业成本	-240	-336	-302	-552	-1,431	-23%	7%	4%	-1%	-1%
营业税金及附加	-7	-15	-13	-38	-73	-27%	-2%	-19%	-51%	-30%
销售费用	-169	-242	-282	-492	-1,185	-2%	-1%	-16%	-11%	-8%
管理费用	0	0	0	0	0	100%	-	-	-	100%
财务费用	-13	-34	-29	-16	-93	29%	-62%	-61%	37%	-10%
资产减值损失	0	-35	-13	-65	-112	-	-7%	-2%	-44%	-24%
公允价值变动损益	0	0	0	-2	-2	-	-	-	-	-
投资净收益	2	5	1	173	181	128%	-20%	125%	497%	610%
营业利润	-224	-48	-320	604	13	-26%	-164%	-249%	23%	-96%
加: 营业外收入	105	69	65	117	355	7%	20%	117%	-13%	11%
减: 营业外支出	-1	-3	0	-1	-6	-179%	-312%	80%	69%	15%
利润总额	-120	18	-255	720	362	-50%	-87%	-305%	15%	-41%
减: 所得税	-5	-38	3	21	-19	44%	-19%	133%	214%	54%
少数股东损益	5	18	-27	23	19	186%	746%	-558%	-7%	0%
净利润	-130	-38	-226	718	324	-43%	-138%	-238%	19%	-41%
盈利指标										
毛利率	51.4%	67.0%	60.0%	74.7%	67.9%	-6.5ppt	0.3ppt	-3.2ppt	2.6ppt	0.3ppt
营业费用率	34.2%	23.8%	37.4%	22.5%	26.6%	-1.3ppt	1.7ppt	8.7ppt	0ppt	1.7ppt
管理费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-57ppt	0ppt	0ppt	0ppt	-6.1ppt
营业利润率	-45.3%	-4.7%	-42.4%	27.7%	0.3%	-7.1ppt	-11.6ppt	-31.6ppt	2.7ppt	-6.5ppt
净利润率	-26.4%	-3.8%	-30.0%	32.9%	7.3%	-6.8ppt	-13.1ppt	-22.1ppt	2.2ppt	-5.3ppt
有效税率	-4.4%	215.1%	1.0%	-3.0%	5.4%	7.3ppt	190.8ppt	13.4ppt	-1.9ppt	-1.6ppt

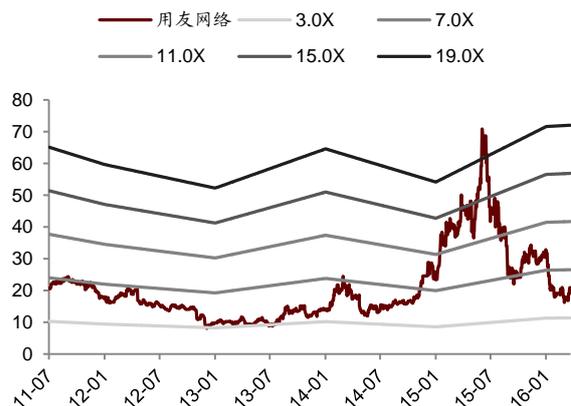
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表5: P/E band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表6: P/B band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表7：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS			P/E		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002153	石基信息	83.24	296	135.7	1.24	1.35	1.51	67	62	55
300036	超图软件	35.16	69	53.6	0.20	0.26	0.48	172	137	74
300166	东方国信	25.37	143	89.3	0.24	0.42	0.56	107	61	45
300367	东方网力	30.10	243	112.7	0.42	0.67	1.37	71	45	22
002410	广联达	12.91	146	92.4	0.53	0.29	0.39	24	45	33
000555	神州信息	28.71	264	73.2	0.30	0.40	0.54	94	72	53

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表8：业绩预测变动表

单位(人民币百万)	2016E			2017E		
	原预测	现预测	变动比例	原预测	现预测	变动比例
损益表						
营业收入	4,866	4,804	-1%	5,343	5,188	-3%
毛利	3,052	2,994	-2%	3,341	3,197	-4%
营业费用	-1,125	-1,220	8%	-1,239	-1,297	5%
管理费用	-1,687	-1,513	-10%	-1,858	-1,634	-12%
财务费用	-113	-113	0%	-101	-101	-1%
营业利润	17	37	122%	33	55	65%
税前利润	398	414	4%	452	461	2%
所得税	-21	-22	4%	-24	-25	2%
净利润	356	371	4%	405	414	2%
现金流量表						
经营活动现金流净额	996	1,020	2%	952	973	2%
投资活动现金流净额	-527	-527	0%	-500	-500	0%
融资活动现金流净额	-528	-529	0%	-449	-518	15%
货币资金增加额	-59	-35	-40%	3	-45	-1484%
资产负债表						
流动资产	6,735	6,736	0.0%	6,832	6,853	0.3%
固定资产	2,166	2,166	0.0%	2,324	2,324	0.0%
流动负债	5,085	5,071	-0.3%	5,352	5,317	-0.7%
长期负债	-56	-56	0.0%	-251	-251	0.0%
股东权益	5,655	5,670	0.3%	5,806	5,861	1.0%
总资产	11,249	11,249	0.0%	11,495	11,515	0.2%
财务指标						
主营业务利润率	62.7%	62.3%	-1%	62.5%	61.6%	-1%
息税前利润率	10.1%	10.5%	5%	9.9%	10.4%	5%
净利润率	7.3%	7.7%	6%	7.6%	8.0%	5%
净资产收益率	6.3%	6.5%	4%	7.0%	7.1%	1%
总资产收益率	3.2%	3.3%	4%	3.5%	3.6%	2%
总资产负债率	44.7%	44.6%	0%	44.4%	44.0%	-1%
净资产负债率	-25.6%	-26.0%	1%	-26.6%	-27.7%	4%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

