

用友金融(839483): 金融财税管理细分市场龙头, 云化再蓄势

2017年9月26日

温朝会 (分析师) **魏也娜 (研究助理)**
 电话: 020-88836105
 执业编号: A1310517050002 A1310116100001
 邮箱: wenchh@gzgzhs.com.cn weiyin@gzgzhs.com.cn

【公司概况: 金融财税管细分市场龙头】

用友金融(839483)是主板上市公司用友网络的控股子公司,也是目前金融管理(特别是财税管理)细分市场龙头,融资租赁及养老金信息化市场领军企业,在用友3.0“软件、云服务、金融”战略中占据重要地位,累计为600余家各类金融行业客户提供了产品、解决方案及服务。

【行业: 布局管理类及融资租赁、养老金融细分市场, 行业空间广阔】

公司传统业务为以财税信息系统为代表的管理类解决方案及租赁、养老金融等业务系列,隶属管理类和业务类。

管理类解决方案:公司在金融财税市场处于龙头地位,拥有90%的银行用户市场,70%的证券公司用户,30%的保险行业用户市场占有率,受益(1)以村镇银行、农商行为代表的中小金融机构同比增长83.78%,IT系统需求主体增加;(2)银监会要求对安全可控信息技术的应用以不低于15%的比例逐年增加;(3)新技术、新形势推动金融IT更新迭代,2017年金融云有望同比增长45.20%。仅银行管理类2020年空间在120-150亿规模之间,相关业务有望稳步增长。

业务类解决方案:(1)融资租赁信息化:目前我国融资租赁市场的渗透率仅为4%,远低于发达国家20-30%的渗透率水平,软件在我国融资租赁市场的应用尚处于第一阶段,未来市场空间约为20亿,用友、金蝶、Oracle处于领先地位,2017年3月用友收购融资租赁业务系统领军企业平强软件,实现融资租赁市场管理类软件全系列布局,有望角逐融资租赁市场信息化龙头。(2)养老金融信息化:养老金市场受《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》政策,及当前我国正逐步进入老龄化社会,养老保障比例不足等现状驱动,有望进入加速发展期。用友金融于2016年6月份率先推出职业年金业务系统,占据先发优势,相关业务有望成为公司新的增长极。

【公司看点: 深耕垂直行业】

深度的行业理解, 积累了大量粘性客户:截至2016年年末,公司为超过600家各类金融机构提供专业服务,由于金融机构对信息化系统依赖性强、更换成本高,对行业的深度理解和丰富的案例经验是各金融机构在选取供应商时最看重的地方,公司垂直深耕,推出交易级总账、金融共享、金融行业智能营销系统、智能客服系统等新产品,不断挖掘老客户需求。

业务类+管理类齐头并进, 云化进一步打开增长空间:如前文所述,目前受益中小型金融企业数量增长+金融行业去IOE大趋势+金融行业新技术、新需求驱动IT更新迭代三大因素,公司管理类市场有望持续稳健增长。业务类通过积极布局新兴融资租赁及养老金市场,成功抢占市场先机,2016年公司推出链融云,进一步整合能力,提升交付能力,为未来发展奠定坚实基础。

用友战略布局重要部分, 员工持股平台占股19.60%:公司是用友3.0战略的重要组成部分。2015年公司登陆新三板市场,员工持股平台合计持股19.6%,管理人员及核心技术人员通过持股平台持股,有利于释放员工主观能动性。

【用友金融未来战略规划】

未来公司将在客户、产品、品牌及管理四个维度全面提升。技术上强化Fintech并持续创新,业务上做强基础管理系列,实现产品规模化;做大业务管理系列业务,实现产品专业化;推进养老

软件行业

—— (金融信息化) ——

用友金融公司数据

收盘价(元)	——
总股本(万股)	10200
流通股本(万股)	4866.66
总市值(亿元)	15.30
流通市值(亿元)	7.3
净资产(万元)	10569.83
总资产(万元)	17774.56
每股净资产(元)	1.04

相关报告

- 1、【行业深度报告】腾云起驾, 迎接云计算黄金十年
- 2、【行业深度报告】CDN风起云涌, 第三方CDN迎风起舞
- 3、【行业深度报告】云计算重构IDC价值, 2017关注结构性机会
- 4、【云计算专题】SaaS起始篇: 群星璀璨, 不容错过的新三板SaaS
- 5、【云计算专题】SaaS系列之二: 他山之石, 关于SaaS发展的若干思考

广证恒生
做中国新三板研究极客




金融业务，战略加强租赁业务，推动智能营销、链融云业务、移动业务及加强数据平台及服务业务。

【财务分析及盈利预测】

从财务角度看，纵向分析来看，公司销售毛利率水平整体呈下降趋势，资产负债情况、周转效率基本稳定，机遇与挑战并存；横向来看，2016 年公司毛利率、净资产收益率等盈利指标，每股经营活动产生的现金流量净额均位于行业前列，相比同行运营状况良好。

不考虑并购及后续股权激励，我们预测 2017-2019 年公司营收分别为 4.8 亿元、6.22 亿元、8.18 亿元，同比增长率分别为 29.01%、29.31%、31.57%；净利润分别为 0.65 亿元、0.68 亿元及 0.78 亿元，同比增长分别为 5.57%、5.98% 及 14.70%，对应每股收益分别为 0.63 元、0.67 元及 0.77 元。

【风险提示】

公司已属细分市场龙头，新业务有待市场放量；金融信息化上市公司云集，市场竞争日趋激烈；云业务短期或冲击利润水平。



目录

1、	用友金融：国内领先的金融 IT 解决方案提供商	5
2、	行业：布局财税管理及租赁、养老金融细分市场，行业空间广阔	7
2.1	三大因素助推金融信息化需求持续增长	8
2.1.1	中小金融机构数量持续增长，IT 系统需求主体增加	8
2.1.2	监管层加快软件自主可控进程，加强金融业信息安全	10
2.1.3	新技术、新形势推动金融 IT 更新迭代	10
2.2	金融财税细分市场龙头，市占率达 90%	11
3、	融资租赁信息化：掌握核心业务系统	12
4、	养老金融信息业务：老龄化“来袭”，养老金融未来大有可为	14
5、	公司核心优势：深耕垂直行业	15
5.1	深度的行业理解，积累了大量粘性客户	15
5.2	业务类+管理类起头并进，云化进一步打开增长空间	16
5.3	员工持股平台占股 19.60%，有效调动员工积极性	17
6、	公司未来战略规划	17
7、	财务分析及盈利预测	18
7.1	财务分析	18
7.2	盈利预测	19
8、	风险提示	20



图表目录

图表 1 用友金融产品包括八大系列	5
图表 2 公司由金融财务系统起步，广泛提供金融管理及业务系统	6
图表 3 当前用友金融业绩持续稳健增长	6
图表 4 销售构成中技术服务占比最大	6
图表 5 王文京为公司实际控制人	7
图表 6 2014 年国内金融信息化市场达到 1140 亿元	7
图表 7 2014 年银行业信息化占据 64.44% 市场份额	7
图表 8 金融信息化系统分为四大类	8
图表 9 监管机构简政放权，促进农村金融机构发展	8
图表 10 2010-2015 年以村镇银行、农商行为代表的中小金融机构数量持续增长	9
图表 11 大型银行和中小银行市场定位、业务类型差异	9
图表 12 监管机构信息科技风险监管政策	10
图表 13 金融云计算应用服务占比为 20.10%	11
图表 14 国内金融云正进入加速增长期	11
图表 15 2014 年银行 IT 市场高度分散	12
图表 16 2015 年银行管理类市占率占比用友位居第四	12
图表 17 2013-2016 融资租赁企业数量（家）	12
图表 18 2013-2016 融资租赁企业资产规模：亿元	12
图表 19 业务系统实现租赁业务全流程的管理	13
图表 20 融资租赁管理软件市场竞争格局	13
图表 21 融资租赁市场厂商布局	13
图表 22 60 岁以上老年人口数及比重不断上升	14
图表 23 城镇职工养老保险抚养比持续下降	14
图表 24 公司为超过六百家金融机构提供服务	16
图表 25 云+平台打造完整的产品体系	17
图表 26 核心员工人员持股表	17
图表 27 公司财务状况分析一览	19
图表 28 公司运营状况处于同类公众公司中的领先水平	19
附表：公司财务预测表	20

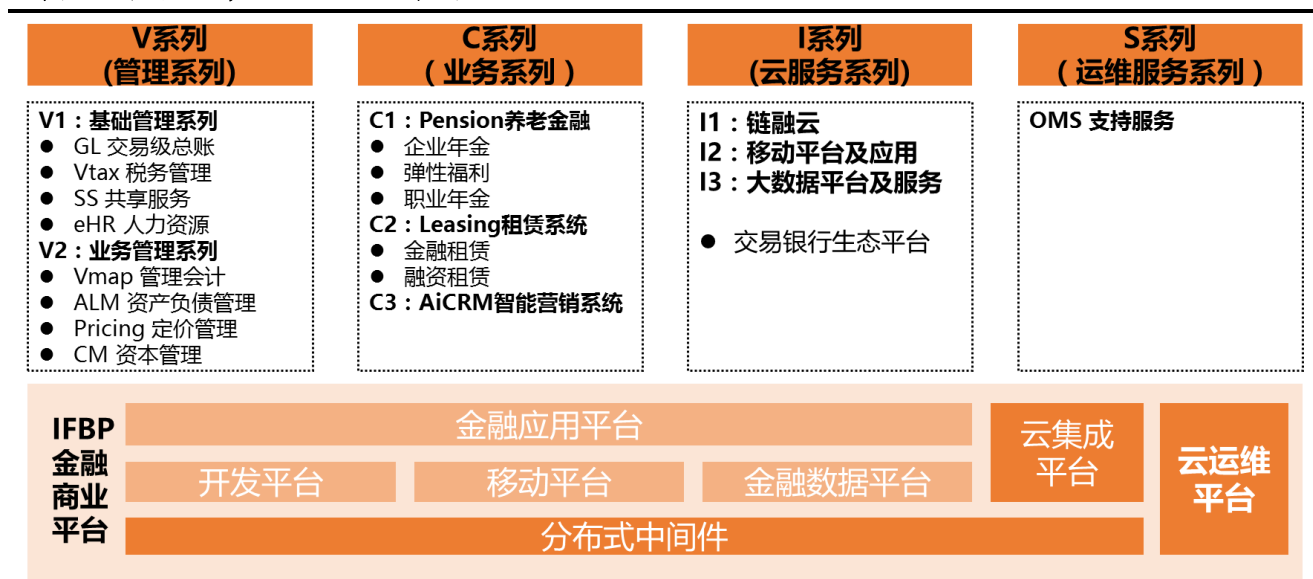


1、用友金融：国内领先的金融 IT 解决方案提供商

用友金融 (839483.OC) 是上市公司用友网络 (600588.SH) 的控股子公司，主营业务为金融软件产品、解决方案和相关专业服务，其中软件产品主要面向通用需求，整体解决方案体系主要面向垂直行业需求，专业服务体系主要针对具体客户提供包括咨询实施服务、运维服务、技术开发服务和应用集成服务。2016 年用友在中国企业互联网大会上发布 3.0 战略——基于移动互联网、云计算、大数据和人工智能等底层的技术，形成以“软件、云服务、金融”为三大核心业务的企业互联网服务，公司是用友未来战略中的重要组成部分。

公司产品主要分为八大系列，形成了金融商业平台 (IFBP) 以及 V (管理系列)、C (业务系列)、I (云服务系列)、S (运维服务系列) 产品格局。目前公司产品包括持续研发的金融基础管理软件系列产品、金融业务管理软件系列产品、养老金业务系统系列产品、租赁业务系统系列产品及 2016 年研发推出的智能营销业务系列产品、链融云业务系列产品、移动平台与服务业务系列产品、数据平台与服务业务系列产品。

图表 1 用友金融产品包括八大系列

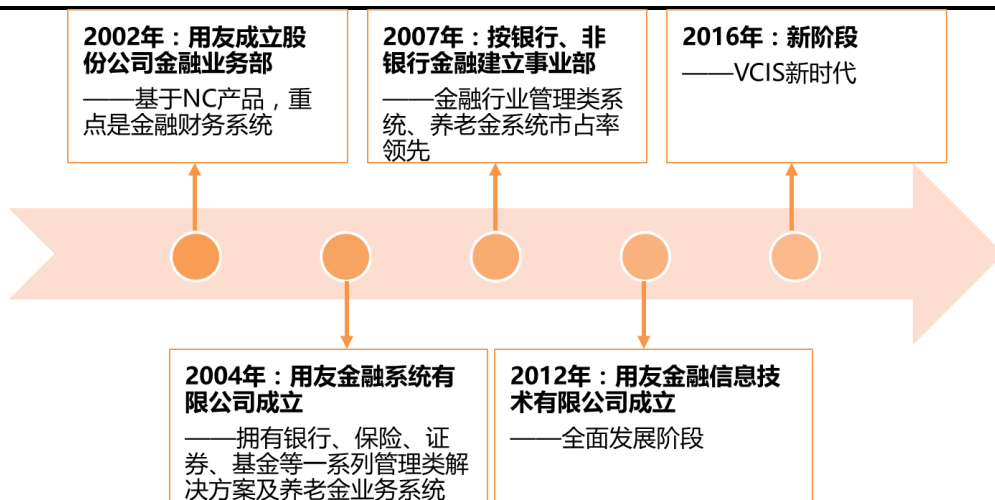


资料来源：公司公告，广证恒生

公司针对各细分金融行业的差异需求，形成了一系列针对性较强的细分行业级客户群的解决方案，如股份制银行解决方案、农村信用合作联社解决方案、大型券商解决方案、中小型券商解决方案、寿险行业解决方案、财险行业解决方案、养老金行业解决方案、租赁行业解决方案等。截止至 2016 年 5 月 31 日，公司累计为 628 家各类金融行业客户提供了产品、解决方案及服务。



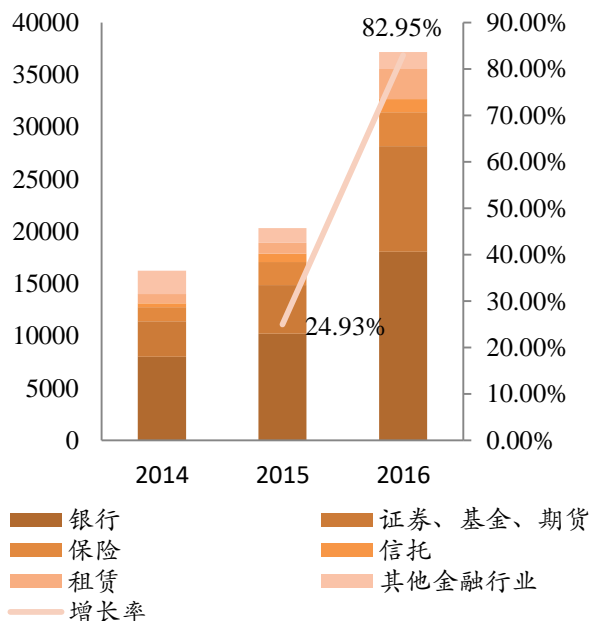
图表 2 公司由金融财务系统起步，广泛提供金融管理及业务系统



资料来源：公司官网，广证恒生

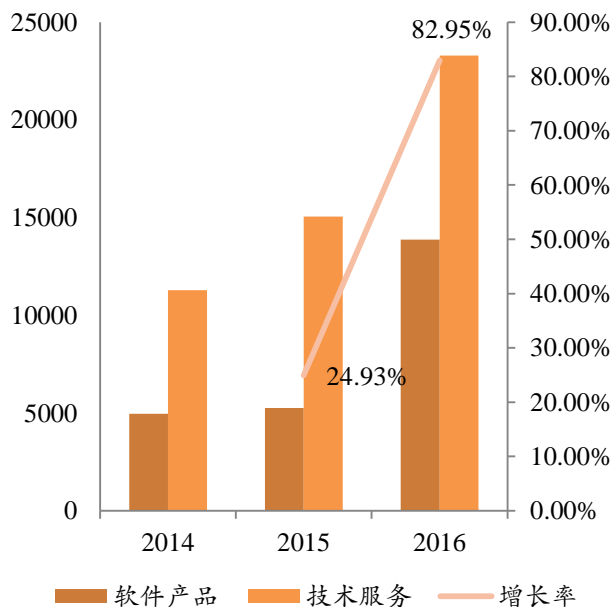
2016 年公司挂牌新三板，开启业务+资本双轮驱动模式。受益“营改增”及战略加强租赁业务，公司各方面取得了突破性的发展，2014-2016 年公司分别实现营业收入 1.62 亿元、2.04 亿元、3.73 亿元，同比增长 25.37%、82.95%，实现归母净利润 1759.54 万元、3371.60 万元、6114.12 万元，同比增长 91.62%、81.34%，业绩持续稳健增长。2016 年公司收入按客户划分银行行业占比最高，为 48.53%，按产品类型划分技术服务占比较高，为 62.68%。

图表 3 当前用友金融业绩持续稳健增长



资料来源：公司公告，广证恒生

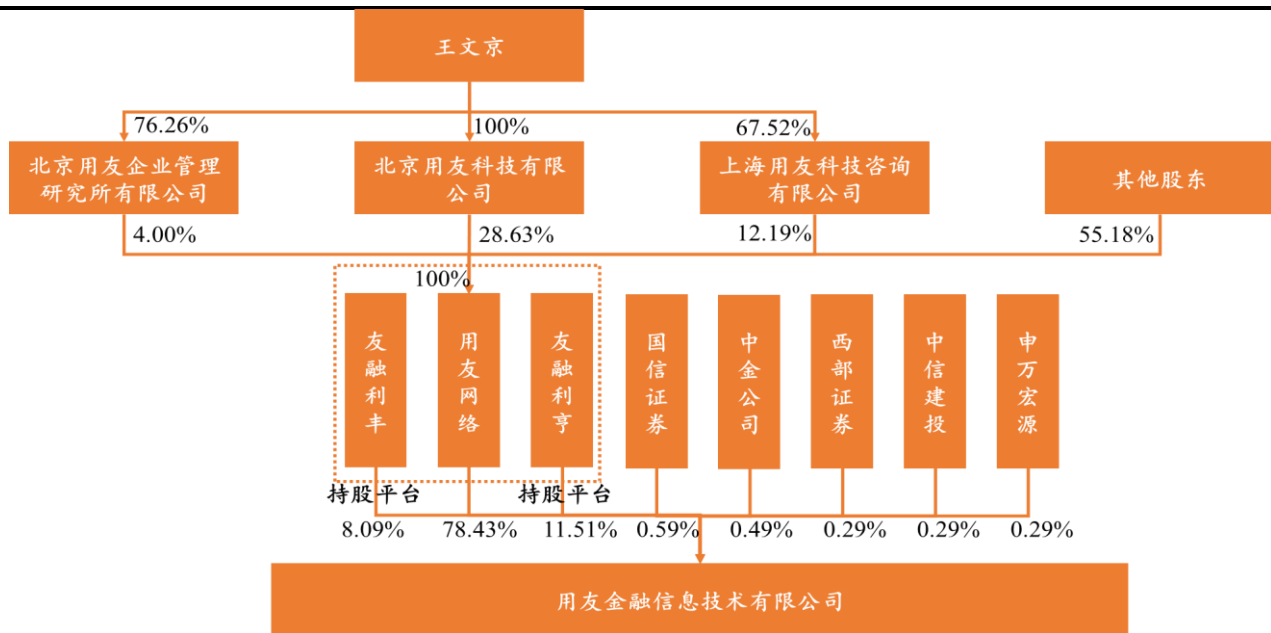
图表 4 销售构成中技术服务占比最大



资料来源：公司公告，广证恒生

截止至 2017 年 6 月，公司的控股股东为用友网络，占公司总股份的 78.43%，王文京为公司的实际控制人。2017 年 6 月，公司由协议转让转为做市转让，做市商为国信证券、中金公司、西部证券、中信建投、申万宏源，2017 年 6 月公司入选新三板创新层。

图表 5 王文京为公司实际控制人

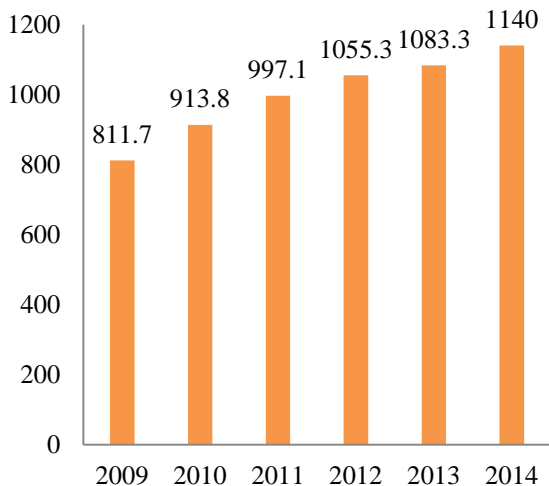


资料来源：公司公告，广证恒生（截至 2017 年 6 月）

2、行业：布局财税管理及租赁、养老金融细分市场，行业空间广阔

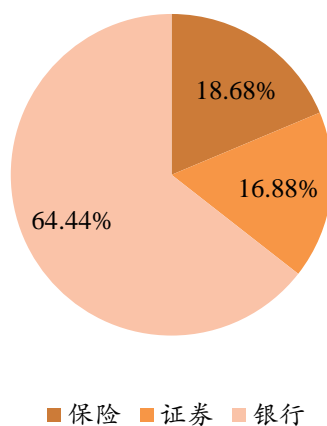
公司所处行业为金融信息化领域，金融信息化是指为金融行业提供信息技术产品及服务的行业，下游客户包括银行业、证券业、保险业、信托业、基金业及租赁业等众多领域。智研数据中心统计显示，2014 年中国金融业 IT 应用投资规模 1140 亿元，同比增长 5.2%，其中银行 IT、保险 IT、证券 IT 市场占比 64.44%、18.68%及 16.88%。

图表 6 2014 年国内金融信息化市场达到 1140 亿元



资料来源：IDC，广证恒生

图表 7 2014 年银行业信息化占据 64.44% 市场份额



资料来源：智研数据中心，广证恒生

目前金融信息化产品主要分为渠道、业务系统、管理系统及支持系统四大类，公司传统业务为以财税信息系统为代表的管理类解决方案及租赁、养老金融等业务系列，隶属管理类和业务类。智研数据显示，四大类中目前业务类市场占比最大。以银行为例，IDC 数据显示

2014 年我国银行 IT 解决方案市场空间达 182.35 亿元，其中业务类是当前银行 IT 解决方案最大的细分市场，占比达 39.9%，其次是管理类市场，占比达 34.10%。

图表 8 金融信息化系统分为四大类



资料来源：《2014 年金融软件与信息服务行业分析报告》，广证恒生

当前受益农村信用社改造成中小银行数量增长，金融信息系统强化自主可控及 IT 系统服务金融创新、服务提升等新需求，金融管理类 IT 解决方案市场有望持续快速增长。

2.1 三大因素助推金融管理类 IT 需求持续增长

2.1.1 中小金融机构数量持续增长，IT 系统需求主体增加

以村镇银行为代表的中小金融机构数量快速增长。2006 年 12 月中国银监会放宽农村银行业金融机构准入，村镇银行陆续成立。2010 年 5 月，国务院出台《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，鼓励民间资本发起或参与设立村镇银行，并放宽村镇银行最低出资比例的限制。改革前农村信用社经营艰难、历史包袱过重，2010 年银监会表示在五年内农信社股份制改革将全面完成。

图表 9 监管机构简政放权，促进农村金融机构发展

时间	政策	内容
2006 年	《中国银行业监督管理委员会关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策》	放开准入资本范围。积极支持和引导境内外银行资本、产业资本和民间资本到农村地区投资、收购、新设以下各类银行业金融机构。
2009 年	《新型农村金融机构 2009 年-2011 年总体工作安排》	实施准入挂钩措施，进一步鼓励到贫困的农村地区设立村镇银行。
2010 年	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本发起或参与设立村镇银行，并放宽村镇银行最低出资比例的限制。

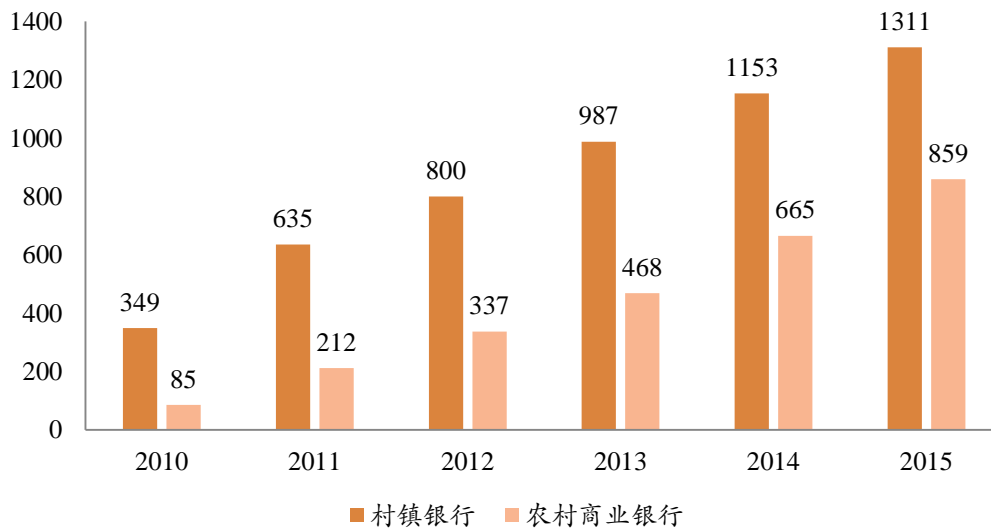


2014 年	《中国银监会办公厅关于推进简政放权改进市场准入工作有关事项的通知》	部分 监管审批权限下放至当地银监局 。中资商业银行分行级专营机构、农村中小金融机构、除信托公司之外的非银行金融机构的开业核准由所在地银监局审批；城市商业银行省内新设分行、股份制商业银行新设不跨省的二级分行由所在地银监局审批
2015 年	银监会发布了《中国银监会农村中小金融机构行政许可事项实施办法》	取消了农村中小金融机构筹建开业延期、证券投资基金托管、股票质押贷款业务和部分高管人员任职资格等 13 个审批项目 ；简化了农村商业银行和农村信用联社的组建条件，同时 下放了部分机构、业务和高管人员审批权限 。
2015 年	《中国银监会中资商业银行行政许可事项实施办法》	取消和下放事项逐条梳理，并完善优化了行政许可审查、批准的条件和标准。

数据来源：公开资料整理，广证恒生

以村镇银行、农商行为代表的中小金融机构保持高增长趋势。据银监会数据统计，截至 2015 年底，我国共有 4261 家银行业金融机构，其中农村信用社 1373 家，村镇银行 1311 家，农村商业银行 859 家，城市商业银行 133 家，股份制商业银行 12 家、民营银行 5 家。其中村镇银行从 2010 年的 349 家增加至 2015 年的 1311 家，农村商业银行从 2010 年的 85 家到 2015 年的 859 家。

图表 10 2010-2015 年以村镇银行、农商行为代表的中小金融机构数量持续增长



资料来源：银监会，广证恒生

市场定位和业务类型的差异决定了村镇银行在 IT 系统建设上无法复制国有银行、商业银行的既有模式和经验。中小金融机构由于自身实力有限，不能独立建设自有的 IT 系统，需要依靠外部软件厂商，为银行 IT 解决方案供应商带来新需求。

图表 11 大型银行和中小银行市场定位、业务类型差异

	大型商业银行、股份制商业银行	中小银行
市场定位	针对大客户、资金实力较好的大企业以及城市地区的高、中端市场。	针对的是分散、小额、个性化的低端市场，填补基层金融的空白
业务类型	负债业务、资产业务、中间业务。	结算、汇兑为主，少量理财服务；针对农户和小型、微型企业的小额度贷款

数据来源：公开资料整理，广证恒生

2.1.2 监管层加快软件自主可控进程，加强金融业信息安全

监管出台政策推动去 IOE 进程，利好国产软件公司。2014 年 9 月，银监会印发 39 号文《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》。39 号文里要求从 2015 年起：(1) 各银行业金融机构对安全可控信息技术的应用以不低于 15% 的比例逐年增加，直至 2019 年达到不低于 75% 的总体占比。(2) 银行业金融机构应安排不低于 5% 的年度信息化预算，专门用于支持本机构围绕安全可控信息系统开展前瞻性、创新性和规划性研究，支持本机构掌握信息化核心知识和技能。

同时，监管层也在加强信息科技风险监管。2009 年银监会陆续颁布了《商业银行金融机构信息科技风险管理指引》、《电子银行业务管理办法》、《银行业重要信息系统突发事件应急管理规范》等多部监管法规，加强对银行业信息科技风险的监管工作，银行信息系统安全性稳定性要求更高。

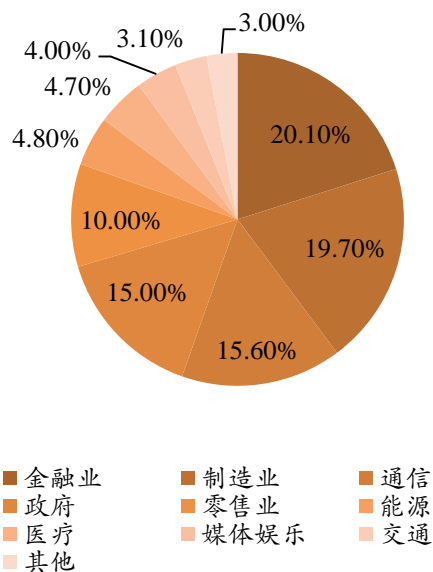
图表 12 监管机构信息科技风险监管政策

时间	政策	内容
2009 年	《商业银行信息科技监管评级定量和定性标准》	从定性和定量角度对商业银行信息科技风险进行监管。
2008 年	《银行业重要信息系统突发事件应急管理规范》	对信息系统突发事件设立应急管理规范。
2013 年	《银行业金融机构信息科技外包风险监管指引》	规范银行业金融机构的信息科技外包活动，降低信息科技外包风险。

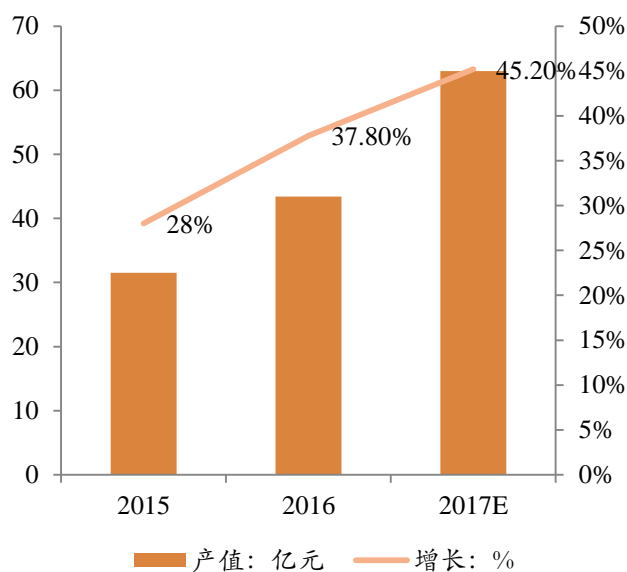
数据来源：公开资料整理，广证恒生

2.1.3 新技术、新形势推动金融 IT 更新迭代，金融云大有可为

以互联网、云计算、大数据、生物识别、人工智能、区块链等为代表的新兴技术驱动金融信息系统更新迭代，带来新需求。以云计算为例，Gartner 数据显示，2016 年全球云计算市场规模是 2066 亿美元，金融云占据其中超过 20% 的份额，对全球 439 名高级财务主管最新调研发现，到 2020 年将有 36% 的企业使用云来支持一半以上的事务系统记录，44.6% 的小型企业、37.7% 的中型企业和 40.4% 的大型企业计划在未来三年内迁移到云，海外财务应用迁移到云正快速发展。2016 年银监会发布了《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》，要求银行业金融机构积极开展云计算架构规划，联合建立行业云平台，主动实施架构转型，国内金融云有望进入加速快车道，CCW Research 预测 2017 年金融云行业规模有望同比增长 45.20%。

图表 13 金融云计算应用服务占比为 20.10%


资料来源：Gartner，广证恒生

图表 14 国内金融云正进入加速增长期


资料来源：CCW Research，广证恒生

与此同时金融创新十分活跃，利率市场化、人民币国际化及混业经营促使金融机构业务向特色化、差异化、精细化、国际化方向转型，新形势亟待信息技术支持。以利率市场化为例，2015年10月央行宣布不再设置存款利率浮动上限，标志着利率市场化改革收官。利率市场化对金融信息系统的建设提出更高要求，这体现在信息系统应能够支持快速灵活设定挂牌利率、利率定价能力、利率风险管理能力以及利率相关产品创新等方面。

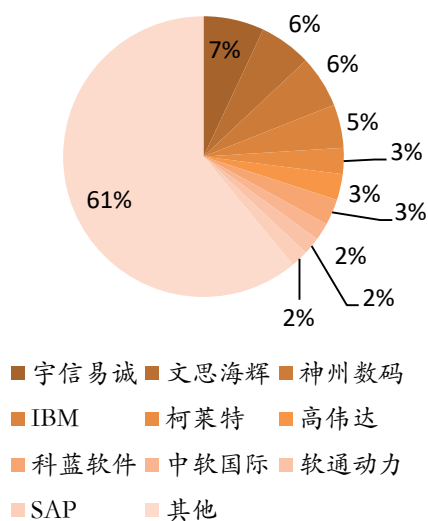
IDC 预测银行信息化市场 2016 到 2020 年的年均复合增长率为 21.9%，到 2020 年市场规模将达到 612.11 亿元人民币，通常而言管理类解决方案占银行 IT 解决方案 20-25%（含软硬件及服务），2020 年市场空间在 120-150 亿规模之间。

2.2 金融财税细分市场龙头，市占率达 90%

目前金融 IT 解决方案市场格局非常分散，各厂商的市场份额差距不大。公司在金融财税市场处于龙头地位，拥有 90% 的银行用户市场占有率，70% 的证券公司用户、30% 的保险行业用户市场占有率，2016 年用友金融成功上线链融云，为小微金融客户提供业务与管理的云服务应用，客户群体下沉进一步扩容市场空间。

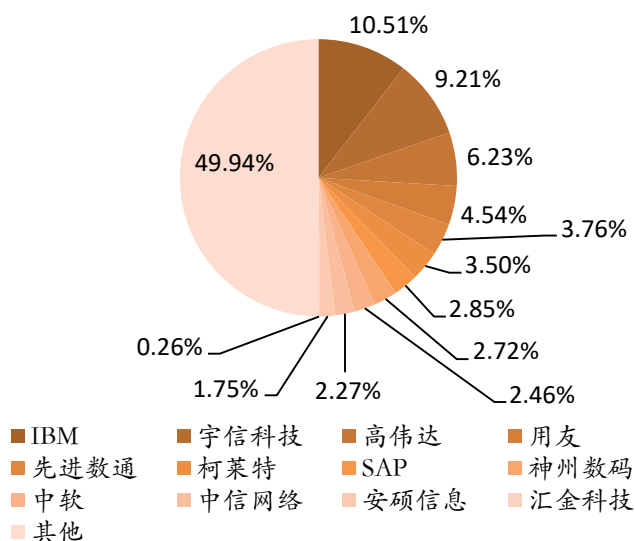


图表 15 2014 年银行 IT 市场高度分散



资料来源：IDC，广证恒生

图表 16 2015 年银行管理类市占率占比用友位居第四

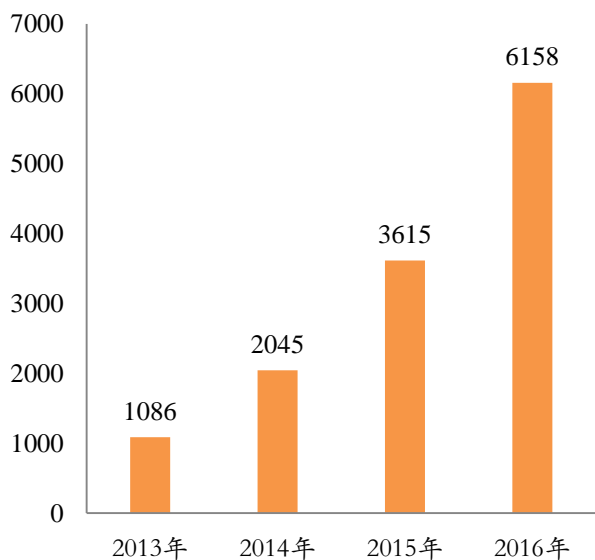


资料来源：IDC，广证恒生

3、融资租赁信息化：掌握核心业务系统

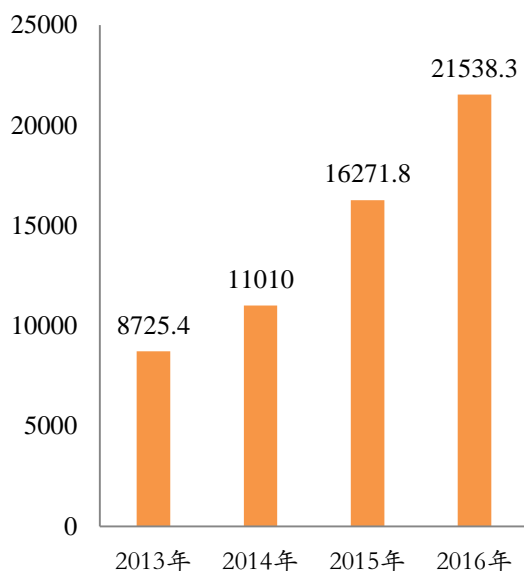
从 1981 年第一家融资租赁市场“中国东方租赁有限公司”成立至今，融资租赁在中国的发展约有 30 年的历史，截至 2016 年底，我国登记在册的融资租赁企业数量共计 6158 家，全国融资租赁企业注册资本金总量为 19223.7 亿元，全国融资租赁企业资产总额 21538.3 亿元。

图表 17 2013-2016 融资租赁企业数量 (家)



资料来源：公开资料整理，广证恒生

图表 18 2013-2016 融资租赁企业资产规模：亿元



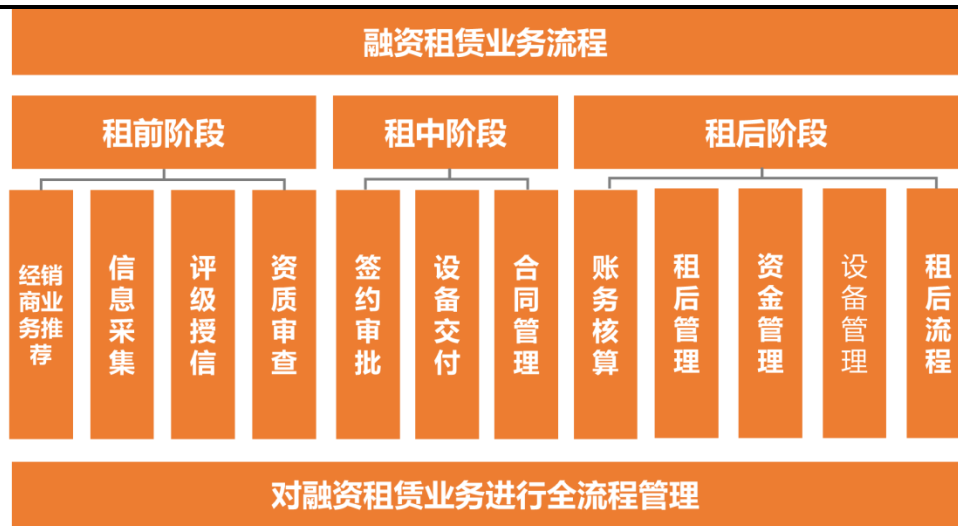
资料来源：公开资料，广证恒生

目前管理软件在我国融资租赁市场的应用尚处于第一阶段。管理软件在融资租赁行业的发展可分为三个阶段，第一阶段主要需求在于业务管理软件和财务管理软件；第二阶段重点在于客户关系管理和人力资源管理；第三阶段重点在于商业智能软件，目前管理软件在融资



租赁市场应用尚处于起步阶段,《我国融资租赁管理软件市场战略的研究》数据预计融资租赁管理软件细分市场目前总体为 3 亿,同时由于目前我国融资租赁市场的渗透率仅为 4%,远低于发达国家 20-30%的渗透率水平,参考海外未来管理软件市场空间约为 20 亿,细分市场大有可为。

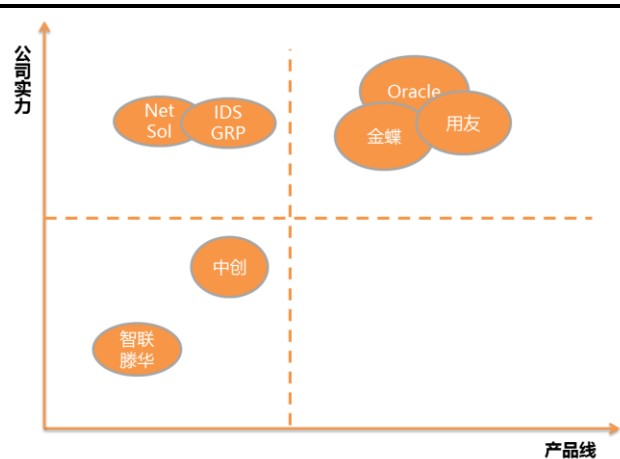
图表 19 业务系统实现租赁业务全流程的管理



资料来源：商务部，广证恒生

目前融资租赁管理软件市场参与主体主要包括用友、金蝶、中创、智联滕华、Oracle、IDS GRP、Net Sol 等,其中用友、金蝶、Oracle 处于领先地位。

图表 20 融资租赁管理软件市场竞争格局



资料来源：公开资料整理，广证恒生

图表 21 融资租赁市场厂商布局

公司	财务管理软件	业务管理软件	客户关系管理	人力资源管理软件	商业智能管理软件
用友	✓	✓	✓	✓	✓
金蝶	✓	✓	✓	✓	✓
中创		✓			
智联滕华		✓			
IDS GRP		✓			
Oracle	✓	✓	✓	✓	✓
Net Sol		✓			

资料来源：公开资料，广证恒生

用友依托通过收购平强软件完善在融资租赁市场布局,进一步巩固优势。平强软件成立于 2009 年,是目前国内一家专注于融资租赁行业应用系统和解决方案的提供商,致力于为融资租赁企业提供一站式软件管理服务及咨询服务。经过多年自主研发,推出了天路 T6 系列融资租赁行业业务系统,包含厂商租赁版本、汽车租赁版本、第三方融资租赁系版本。2017 年,用友金融提出战略加强重点领域、细分金融行业业务系统研发和拓展力度,尤其是租赁行业,同年 3 月用友金融与北京平强软件有限公司于正式完成收购,在大中型融资租赁行业的市场

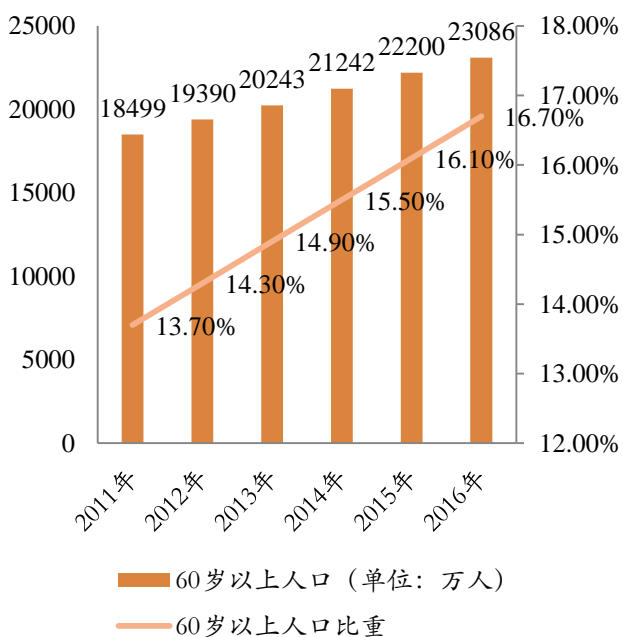
占有率进一步扩大。

4、养老金融信息业务：老龄化“来袭”，养老金融未来大有可为

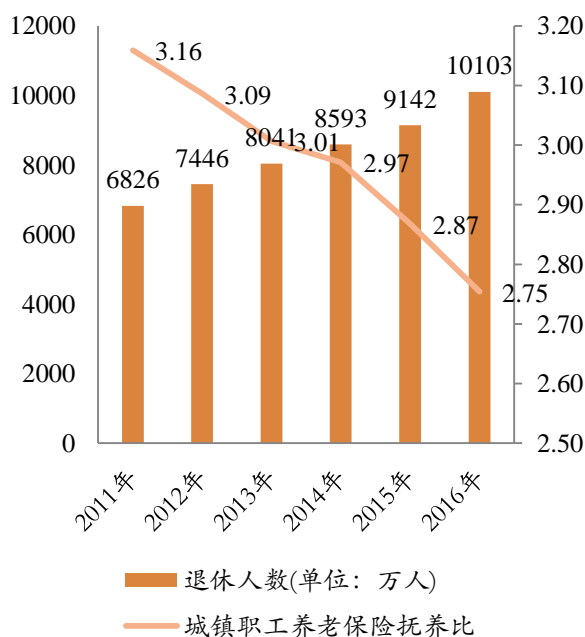
养老金融是指为应对老龄化挑战，围绕着社会成员的各种养老需求所进行的金融活动的总和，主要包括（1）养老金金融，指为储备养老资产进行的一系列金融活动，主要包括养老金制度安排和养老金资产管理；（2）养老服务金融，指社会机构围绕老年人的消费需求进行的金融服务活动；（3）养老产业金融，指为养老相关产业提供投融资支持的金融活动。

人口老龄化加速，城镇职工养老保险抚养比不断下降。据民政部数据统计，截至2016年底，我国60岁以上的老年人口已达2.31亿，占总人口的16.7%。2020年我国60岁以上老年人口将达到2.43亿，2050年将达4.8亿。当今我国社会正处于加速老龄化阶段。2016年参保职工27826万人，参保离退休人员10103万人，抚养比为2.75:1。2015年参保职工26219万人，参保离退休人员9142万人，抚养比为2.87:1。城镇职工养老保险抚养比持续下降，年轻人的养老压力持续增加。

图表 22 60 岁以上老年人口数及比重不断上升



图表 23 城镇职工养老保险抚养比持续下降



资料来源：民政部，人社部，广证恒生

我国现有养老保险方式存在较大问题：（1）养老金的“三大支柱”建设不完善。养老金三大支柱包括第一支柱基本养老金，第二支柱企业年金，第三支柱的个人税延养老金。目前养老金个人账户空账数额较多，未来养老金缺口巨大，难以应对老龄化风险。（2）养老金平均工资替代率低，保障水平有限。2011年我国企业职工养老金替代率仅为42.9%，世界银行的养老金替代率标准是不低于70%，国际劳工组织建议不低于55%，我国当前的养老金替代率远远低于国际通用指标。

国家连续出台多项政策扶持养老金融，2014年《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（新“国十条”）、2015年《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》、《基本

养老保险基金投资管理办法》等均明确“金融推动养老”的国家级战略。2016年3月21日，多部门联合发布《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，进一步明确了养老金融相关政策，提出“大力推动金融组织、产品和服务创新，改进完善养老金融领域服务，加大对养老服务业的金融支持力度”，多重因素共同作用下，养老金融行业有望进入加速增长期。

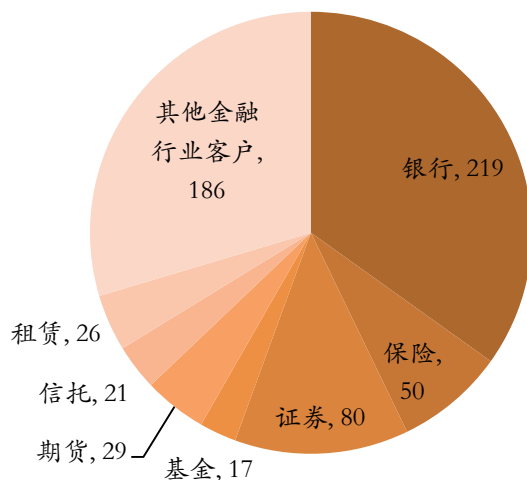
目前我国企业年金市场发展严重滞后，经合组织34个成员国企业年金基金规模占GDP的比重平均超60%，而我国这一指标不到1%。截止2016年底，全国企业年金基金累计达到11074亿，同比增长16%；参加企业数增长到76298家，同比增长1.1%；参加职工数增长到2325万人，同比增长0.3%，行业整体规模较小。从参与机构类别来看，目前参与法人受托业务的机构主要分为保险系、银行系和信托系三大类，其中养老保险公司5家，银行系4家，信托2家，参与账户管理业务机构主要分为银行系、保险系、信托系，其中银行系公司10家，保险系公司5家，信托系1家，尚处于起步期。

用友金融于2016年6月份率先推出职业年金业务系统，是行业先行者。随着我国进入老龄化社会，职业年金在养老中的作用逐步被重视，相关业务有望成为公司新的增长极。

5、公司核心优势：深耕垂直行业

5.1 深度的行业理解，积累了大量粘性客户

金融机构对信息化系统依赖性强、更换成本高，对行业的深度理解和丰富的案例经验是各金融机构在选取供应商时最看重的地方。截至2016年年末，公司为超过六百家各类金融机构提供专业服务，包含银行、保险、证券、信托、基金、期货、金融租赁、融资租赁、资产管理、消费金融、担保、典当、小额贷款、金融控股公司、各类金融交易所、登记结算机构、金融监管机构等，典型客户包括中国建设银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、广发证券股份有限公司、海通证券股份有限公司、国信证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、中国人寿养老保险股份有限公司、平安养老保险股份有限公司、太平养老保险股份有限公司等知名企业。相关产品、服务内容涉及各类金融机构的众多管理和业务系统，积累了丰富的成功案例，一方面为公司团队提供了丰富的项目经验，另一方面使得公司在开拓新客户时更具有竞争优势。

图表 24 公司为超过六百家金融机构提供服务


资料来源：公司公告，广证恒生

广泛的客户基础使得公司可进一步挖掘老客户价值，2016 年公司推出交易级总账、金融共享、基于大数据和人工智能技术的金融行业智能营销系统、智能客服系统等新产品。交易级总账可实现交易与核算分离，加强精细化核算和管理能力，实现多层次信息披露及达到数据透视的效果；智能营销系统 AiCRM 帮助管理客户核心数据，建立客户自己的信息核心平台；帮助管理获客及销售过程，以实现业务交易一体化、移动化、行业化、平台化、社会化，实现客户精准营销，提高销售转化率，全面提升企业经营决策水平和核心竞争力。公告显示公司上半年数据分析平台 (DAP) V3.0、全面税务管理平台 V6.31、增值税管理系统 V6.51、智能营销 V6.5、资金头寸管理银行版 V6.5 等多款新产品市场取得突破性进展，签约了一批行业内的典型或标杆客户项目，推动公司营收同比增长 52.61%。

公司研发费用占营业收入的比率不断提升，注重技术前瞻性布局是公司不断推陈出新奠定的关键。2014-2016 年，公司研发投入分别为 3313.70 万元、5004.21 万元、9742.17 万元，占营业收入比分别为 20.39%、24.57%、26.14%，持续处于上升态势。

5.2 业务类+管理类齐头并进，链融云进一步打开增长空间

正如前文所述，目前受益中小型金融企业数量增长+金融行业去 IOE 大趋势+金融行业新技术、新需求驱动 IT 更新迭代三大因素，公司管理类市场有望持续稳健增长。业务类通过积极布局新兴融资租赁及养老金融市场，成功抢占市场先机，业务类+管理类持续做大做强。

另一方面，公司推出新一代链融云，进一步整合能力，提升交付能力，为未来发展奠定坚实基础。链融云 (iMFBP.com) 是在经过诸多金融客户验证的 iFBP 金融平台上，搭建的集业务系统、信用及风控系统、获客渠道、金融资产交易、以及交易级总账、电子发票、税务系统、人力资源系统等互联互通的综合应用平台，并提供高效可靠的系统运维平台、客户运营平台，以平台+应用+运营的模式为中小金融企业实现业务与管理。



图表 25 云+平台打造完整的产品体系



资料来源：公司官网，广证恒生

链融云作为融合众多管理类智能的云产品，有望打开中小金融机构市场，对公司业绩形成强有力支撑。

5.3 员工持股平台占股 19.60%，有效调动员工积极性

2015 年公司登陆新三板市场，员工持股平台合计持股 19.6%，股改过程中核心团队得以持有企业股份，核心团队持股有利于释放员工主观能动性。同时新三板作为多层次资本市场的重要组成部分，拥有较好的股权融资功能，未来公司可通过融资及实施更为广泛的股权激励进一步拓展发展空间。

公司核心技术人员 4 名，截止至 2016 年 12 月 31 日，核心技术人员通过持股平台间接持股。

图表 26 核心员工人员持股表

姓名	职务	间接持股数 (股)	总持股比例
王伟东	友融利亨	140	1.37%
陆海峰	友融利丰	44.8	0.43%
李鲁庆	友融利丰	44.8	0.43%
张敦奎	友融利亨	44.8	0.43%
合计		274.4	1.66%

数据来源：公司公告，广证恒生

6、公司未来战略规划

2016 年是用友金融 3.0 阶段新三年规划的开局之年，未来公司将在客户、产品、品牌及管理四个维度全面提升。

一、客户经营计划

在客户全覆盖基础上，抓住 Fintech 浪潮，走向深度专业客户经营。

二、产品业务计划

嵌入 Fintech 并持续创新，发力供给侧，打造压倒性竞争力产品业务线，更多业务线实现规模化。

1、战略加强技术、平台及产品研发，嵌入 Fintech，继续加强金融商业平台（IFBP）研发创新，支撑公司产品发展，驱动公司构建平台+运营的模式。

2、做强基础管理系列，实现产品规模化

(1) 打造基于 Fintech 架构、新国际会计准则压倒性竞争力金融交易级总账业务线，建立基于大数据及各维度模型的财务报告（含信息披露、监管披露）业务线。

(2) 税务管理系统向纵、横深化，创新模式，确保税务领域市场领先地位。

(3) 在稳固财务共享服务解决方案优势地位的基础上，逐渐切入客户业务共享领域。

(4) 创新会计档案及电子发票解决方案，分类设计客户业务模式，抢占客户群。

(5) 进一步强化人力资源、企业空间、协同业务线。

3、做大业务管理系列业务，实现产品专业化

(1) 按照专业服务业务模式发展业务管理系列，继续树立样板项目。

(2) 客户聚焦、差异化经营，按行业、客户类别打造差异化的高竞争力产品及解决方案。

4、继续推进养老金融业务，巩固企业年金市场领先地位，向横向拓展。战略加强职业年金系统业务。

5、战略加强租赁业务，加强金融租赁产品创新发展，同时加大融资租赁客户销售，特别加强厂商租赁、汽车租赁力度。

6、推动智能营销业务快速发展，打造嵌入 Fintech 的智能营销产品和解决方案。

7、持续推进链融云业务发展，在平台开发、市场营销以及运营服务方面实现突破。

8、抓住金融客户业务移动化转型机会，全面拓展移动业务。

9、继续加强数据平台及服务业务。

三、品牌营销计划

加大品牌营销及整合营销力度，形成空间部队+地面部队进攻模式。

四、管理提升计划

以提高经营效率为核心，狠抓执行力，提升专业能力，不断优化激励机制。

7、财务分析及盈利预测

7.1 财务分析

纵向分析来看，公司销售毛利率水平整体呈下降趋势，资产负债情况、周转效率基本稳定，机遇与挑战并存。



图表 27 公司财务状况分析一览

指标	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/06/30
营业总收入：万元	16,248.90	20,370.76	37,267.90	10,427.15
同比(%)		25.37	82.95	52.61
归属母公司净利润：万元	1,759.54	3,371.59	6,114.12	-3,489.50
同比(%)		91.62	81.34	-25.50
销售毛利率(%)	50.29	61.98	57.88	42.42
销售净利率(%)	10.83	16.55	16.41	-33.47
ROE(摊薄)(%)	32.24	33.72	33.71	-33.01
资产负债率(%)	49.61	38.90	43.19	40.53
每股经营现金流 OCFPS	0.01	0.41	0.93	-1.43
资产周转率(倍)	1.50	1.50	1.54	0.42

数据来源：Wind、广证恒生

横向来看，公司运营情况不逊于 A 股同行。毛利率、净资产收益率等盈利指标，每股经营活动产生的现金流量净额均位于行业前列，相比同行运营状况良好。

图表 28 公司运营状况处于同类公众公司中的领先水平

指标	用友金融	长亮科技	高伟达
营业收入：万	3.73	6.51	9.73
归母净利润：万	6114.12	10125.29	2310.96
销售毛利率	57.88	52.35	24.15
销售净利率	16.41	15.91	2.38
净资产收益率	45.97	13.42	3.06
资产负债率	43.19	28.93	38.58
流动比率	2.27	4.04	2.02
速动比率	2.27	4.03	1.90
应收账款周转率	5.33	2.20	2.92
每股经营活动产生的现金流量净额（元）	0.93	(0.07)	0.12

数据来源：Wind、广证恒生（2016 年截面数据）

7.2 盈利预测

公司主要提供金融信息系统服务，2016 年受益营改增公司业绩快速放量，同时公司在金融财税软件已处于龙头地位，融资租赁、养老金市场近两年预计先后放量，但整体市场空间不大，2017 年公司增长预计同比放缓，同时公司目前布局云服务，前期需求进行研发、人才、市场投入，对公司净利润预计产生冲击。

不考虑并购及后续股权激励，我们预测 2017-2019 年公司营收分别为 4.8 亿元、6.22 亿元、8.18 亿元，同比增长率分别为 29.01%、29.31%、31.57%；净利润分别为 0.65 亿元、0.68 亿元及 0.78 亿元，同比增长分别为 5.57%、5.98% 及 14.70%，对应每股收益分别为 0.63 元、0.67



元及 0.77 元。

8、风险提示

公司已属细分市场龙头，新业务有待市场放量；金融信息化上市公司云集，市场竞争日趋激烈；云业务短期或冲击利润水平。

附表：公司财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	313.21	341.08	470.21	587.71	经营活动现金流	0.00	-33.34	75.65	55.40
现金	208.74	167.41	282.34	328.15	净利润	61.14	64.55	68.41	78.47
应收账款	94.70	116.86	153.40	200.83	折旧摊销	0.00	0.59	0.60	0.65
其它应收款	9.77	16.30	14.15	27.96	财务费用	-0.09	0.26	3.90	5.82
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	投资损失	0.00	-10.00	-5.00	-4.00
存货	0.00	0.64	0.39	0.87	营运资金变动	101.92	-89.56	8.15	-25.74
其他	0.00	39.86	19.93	29.90	其它	-162.97	0.82	-0.41	0.20
非流动资产	6.09	5.29	5.87	6.11	投资活动现金流	79.25	9.38	4.23	2.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.70	0.02	0.17	0.44
固定资产	1.95	1.97	2.14	2.59	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	79.96	9.41	4.40	3.35
其他	4.13	3.32	3.72	3.52	筹资活动现金流	6.75	-41.06	-24.30	-36.42
资产总计	319.30	346.37	476.08	593.82	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	137.90	141.23	222.93	292.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	23.69	83.04	106.97	其他	6.75	-41.06	-24.30	-36.42
应付账款	14.10	0.44	20.50	7.89	现金净增加额	86.00	-65.02	55.58	21.89
其他	123.81	117.10	119.39	177.95					
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	0.83	0.29	0.29	0.32
负债合计	137.90	141.23	222.93	292.80	营业利润增长率	0.54	0.13	0.21	0.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润增长率	0.81	0.06	0.06	0.15
归属母公司股东权益	181.39	205.14	253.15	301.01	获利能力				
负债和股东权益	319.30	346.37	476.08	593.82	毛利率	0.58	0.60	0.63	0.58
					净利率	0.16	0.13	0.11	0.10
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	0.43	0.33	0.30	0.28
营业收入	372.68	480.78	621.68	817.97	ROIC	0.32	0.27	0.20	0.19
营业成本	156.99	190.47	232.21	343.39	偿债能力				
营业税金及附加	4.87	5.36	7.53	9.51	资产负债率	0.43	0.41	0.47	0.49



加									
营业费用	43.90	72.12	111.90	139.06	净负债比率	0.00	0.12	0.33	0.36
管理费用	119.24	168.27	205.16	245.39	流动比率	2.27	2.42	2.11	2.01
财务费用	-0.09	0.26	3.90	5.82	速动比率	2.27	2.41	2.11	2.00
资产减值损失	2.14	2.75	3.56	4.68	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.54	1.44	1.51	1.53
投资净收益	0.00	10.00	5.00	4.00	应收账款周转率	0.25	0.24	0.25	0.25
营业利润	45.64	51.55	62.42	74.12	应付账款周转率	18.14	26.21	22.17	24.19
营业外收入	17.12	17.12	17.12	17.12	每股指标(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.63	0.67	0.77
利润总额	62.76	68.67	79.54	91.24	每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	-0.33	0.74	0.54
所得税	1.62	4.12	11.14	12.77	每股净资产(最新摊薄)	1.78	2.01	2.48	2.95
净利润	61.14	64.55	68.41	78.47	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	61.14	64.55	68.41	78.47	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	59.63	67.15	79.97	93.01	EV/EBITDA	-3.50	-2.14	-2.49	-2.38
EPS(摊薄)	0.60	0.63	0.67	0.77					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

数据支持：杨慧

新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

林全（新三板副团队长）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板教育行业负责人）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

陆彬彬（新三板主题策略研究员）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜（新三板TMT行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

谭潇刚（新三板新能源新材料行业研究员）：中国科学技术大学无机化学博士，曾发表多篇SCI论文，研究涉猎化学、物理和材料等交叉领域；重点关注锂电池、新能源汽车等新材料领域相关产业链。

刘锐（新三板医药行业研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

联系我们:

邮箱：lubinbin@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832286

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。