

回购实施完成、国产化替代加速，云业务或超预期

用友网络 (600588)

事件

近期公司公告股份回购实施结果，年初至今共回购约 1919 万股，回购价格区间为 23.61~25.18 元/股，回购总金额约 4.7 亿元。本次回购股份将在未来三年内用于对骨干员工的股权激励。

简评

国产化替代加速，大型企业客户云业务撬动加速发展：

中美局势之下，今年来 IT 国产化加速明显，媒体报道华为走访用友打开了公司切入超大型民营企业的口子，预计将为公司乃至行业带来更大的变局。用友继 4 月份推出 NC Cloud 之后，我们认为市场对大型企业上云的关注度与未来发展尚存在不充分预期。对于用友在大型企业云化的落地前景，可考虑以下几点：

1、NCC 相较 NC 的比较优势显著，云 ERP 的更大意义在于增量用户及增量服务。从功能来看 NCC 完全可以替代 NC，而由于 NCC 是基于分布式微服务架构搭建的全新体系，性能、扩展性与相关应用优化很大。技术架构、前端互联网风格、用户友好性以及对应云服务的兼容集成是传统软件模式不具有的优势。更重要的是，大型企业可基于 NCC 集成更多增量应用（例如财务共享、采购云、协同云），形成一体化方案，为企业经营带来更多价值；

2、NCC 面对大型企业客户，单客户价值量极大提升，市场空间与收入规模可实现阶跃式增长。考虑到中小微企业的 IT 支出能力、客单价、存活率/续费率有限，其 IT 投入规模远不及大企业水平。大型企业庞杂的组织架构和需求对 ERP 产品要求更高，单客户价值量更大，以中国联通为例，其二级子公司众多，单信息系统的投建成本便达数十亿元。因此只有切入大型企业客户，才能获取更大的 ERP 市场。在大型央企、跨国企业未来逐步实现软件系统国产化的趋势下，国产 ERP 厂商将迎来第二次产品升级和高增长机遇。过去几年来，用友针对高端企业客户的订单量级在百万-千万水平，伴随国产化加速及 NCC 的推进，未来有望取得上亿级别的大型企业客户订单，实现阶跃式增长。公司经营的榜样标杆客户建成之后，后续业务推广将更为顺利，当前关于华为的商务落实尤可期；

维持

买入

石泽葵

shizerui@csc.com.cn

18616092669

执业证书编号：S1440517030001

发布日期：2019 年 07 月 10 日

当前股价：26.14 元

目标价：39.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
18.39/9.17		-4.15/0.01	44.91/29.22
12 月最高/最低价 (元)			40.38/20.8
总股本 (万股)			248,613.46
流通 A 股 (万股)			246,648.51
总市值 (亿元)			649.88
流通市值 (亿元)			644.74
近 3 月日均成交量 (万)			2,294.59
主要股东			
北京用友科技有限公司			28.43%

股价表现



相关研究报告

19.01.31	【中信建投计算机】用友网络(600588):业绩符合预期，看好 2019 年云业务持续高增长
19.01.04	【中信建投计算机】用友网络(600588):巨额回购显信心，任命年轻总裁显活力
18.10.29	【中信建投计算机】用友网络(600588):公司业绩持续高成长，生态建设进一步完善

3、具备综合产品线、2B 经验积累的软件企业在高端客户 IT 升级的趋势中占据优势。云计算大趋势下，市场参与者主要分为传统软件转型公司、互联网巨头、创业企业。其中创业公司因资金资源等限制，往往以单一产品为主，向细分领域纵深切入，如若做大或难以避免被合并整合的结局；互联网巨头因先天缺少 2B 基因，多以收购参股的方式入局，且目前落实更快的仅在 2B2C 领域；相较来看，传统软件公司 know-how 更易转化，其对不同行业的业务理解最深入，通过 IT 系统层面的重新梳理与升级能够更为契合客户的需求。同时大型软件公司可通过开放平台的形式迅速拓展合作伙伴，满足更多定制化的需求服务。据此我们更看好用友的未来发展。

投资建议：企业数字化与产业互联是明确的发展趋势，用友以各行业为基纵深发展，通过供应链对接、数据打通、业务金融融合的方式致力于为企业构建一体化生态服务。公司在新任年轻管理层的推动下，事业部模式更扁平化，治理结构更为高效，预期对相关业务规模与财务落实的考核将推动公司加速成长。我们预计 2019 年用友云业务收入增速或将达到 120-150%水平（18.7~21.3 亿元），占总收入比例预计约 19%~22%。未来用友云服务向超大型与大型企业客户拓展落地，将打开更大市场空间，有效提升 ARPU 水平，带动收入高增长。预计 2019-2020 年公司归母净利润为 8.6 亿元、10.9 亿元，同比增长 40%、26%，对应 PE 分别为 76x、60x，给予“买入”评级。

风险提示：云计算转型升级进度不及预期。

分析师介绍

石泽葵：TMT 行业分析师，执业证书编号：S1440517030001。香港中文大学电子工程硕士，专注于产业互联网、信息安全、云计算、人工智能等领域的研究，2017 年初加入中信建投证券。2017 年《新财富》、《水晶球》、wind 最佳分析师通信第一名团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaoc@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859