用友网络（600588）

云业务增长环比加速，大中企业国产开始涌现

买入（维持）

2020 年 10 月 31 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn
研究助理 王紫敬
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,510	8,391	10,844	14,773
同比（%）	10.5%	-1.4%	29.2%	36.2%
归母净利润（百万元）	1,183	916	1,367	1,983
同比（%）	93.3%	-22.6%	49.2%	45.1%
每股收益（元/股）	0.36	0.28	0.42	0.61
P/E（倍）	119.28	154.07	103.25	71.15

事件：公司发布三季报，实现营业收入 46.19 亿元，同比减少 3.90 亿元，下降 7.8%。归母净利润为-1,559.95 万元，归母扣非净利润为-5,577.55 万元。

投资要点

- **三季度云业务收入环比加速，全年有望再超预期：**第三季度，公司各业务板块充分利用疫情平稳控制的时间窗口，落实追赶项目进度，单季度收入同比基本持平。前三季度，云服务业务收入 13.81 亿元，同比增长 76.4%，环比超过半年度云服务业务收入增幅 17 个百分点；第三季度单季云服务业务实现收入 6.30 亿元，同比增长 102.6%，远超全年增速目标。报告期内，签约金额在百万以上的云服务业务合同总数同比增加 122.15%，合同总金额同比增加 133.11%。四季度公司将全力冲刺年度业绩，围绕云服务收入核心目标，努力实现年度总收入、云服务收入和净利润经营目标，云业务增长有望再超预期。

- **大中客户市场国产化开始涌现：**前三季度公司大中型企业云服务业务实现收入 12.29 亿元，增长 71.7%，环比超过半年度大中型企业云服务业务收入增幅 14 个百分点。其中第三季度大中型企业云服务业务实现收入 5.57 亿元，同比增长 93%。公司抓住大型企业产品技术升级换代、大型企业在行业领域应用热点，成功签约了国家电网、中国海油、国家电投、中国通用技术集团、贵州茅台和大疆创新等一批大型综合性集团企业，助力大型企业构建产业互联网创新平台和数智化转型发展。公司加快推进了行业云服务业务，成功签约了国家开发银行、广汽集团、中移铁通、春风动力等多家行业标杆客户。今年以来用友国产案例涌现，并且新增用户为未来几年云业务高增长奠定基础。

- **YonBIP 打造全球领先的商业创新平台云服务：**三季度公司发布战略级产品 YonBIP，打造数字经济时代的商业创新平台。YonBIP 完全基于云原生技术，采用无服务器计算和微服务架构，生态伙伴可以基于低代码开发平台和连接集成平台快速实现商业应用创新，大幅提升 SaaS 开发效率。用友基于以平台化服务、生态化发展为核心理念的 YonBIP，可以实现企业外部上下游管理、企业中台构建、内部中后台管理一体化，公司制定了服务超过千万家的企业客户、汇聚超过十万的企业服务的生态伙伴、连接超过亿人的社群，实现千亿营收的发展目标，体现出公司的战略考量和坚定信心。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年收入 83.91/108.44/147.73 亿元，归母净利润为 9.16/13.67/19.83 亿元，EPS 为 0.28/0.42/0.61 元，对应 PE 为 154/103/71 倍。作为长期服务大型企业的软件厂商用友有望通过新一代云服务产品进一步提升高端产品的市占率，龙头地位更加牢固，维持“买入”评级。

- **风险提示：**云业务发展不及预期；宏观经济对传统 ERP 业务产生影响。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	43.15
一年最低/最高价	20.91/54.35
市净率(倍)	22.03
流通 A 股市值(百万元)	140248.62

基础数据

每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	53.31
总股本(百万股)	3270.20
流通 A 股(百万股)	3250.26

相关研究

1、《用友网络（600588）：合同负债高增，大型企业上云大潮即将到来》2020-08-30
2、《用友网络（600588）：从企业级到社会级，定增加码创新云平台 YonBIP 建设》2020-07-02
3、《用友网络（600588）：绩效考核彰显信心，股权激励保驾护航》2020-05-22

用友网络三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,168**	**8,478**	**11,644**	**10,426**
现金	7,147	5,851	7,615	6,178
应收账款	1,234	1,353	1,991	2,565
存货	23	15	32	27
其他流动资产	1,764	1,259	2,006	1,657
非流动资产	**7,370**	**7,237**	**8,019**	**9,233**
长期股权投资	1,782	1,871	1,962	2,059
固定资产	2,510	2,353	2,987	4,048
在建工程	0	-5	112	237
无形资产	870	825	765	696
其他非流动资产	2,208	2,193	2,193	2,194
资产总计	**17,538**	**15,715**	**19,662**	**19,659**
流动负债	**9,112**	**6,829**	**9,817**	**8,140**
短期借款	4,236	4,236	4,236	4,236
应付账款	597	288	818	576
其他流动负债	4,280	2,305	4,764	3,328
非流动负债	**132**	**113**	**129**	**151**
长期借款	45	26	42	64
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**9,244**	**6,942**	**9,946**	**8,291**
少数股东权益	1,122	1,315	1,537	1,907
归属母公司股东权益	7,173	7,458	8,179	9,461
负债和股东权益	**17,538**	**15,715**	**19,662**	**19,659**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,533	-508	3,333	709
投资活动现金流	-183	76	-797	-1,300
筹资活动现金流	-155	-864	-772	-847
现金净增加额	1,189	-1,296	1,764	-1,438
折旧和摊销	334	236	244	296
资本开支	376	-222	691	1,118
营运资本变动	-31	-1,809	1,581	-1,906

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,510**	**8,391**	**10,844**	**14,773**
减:营业成本	2,942	2,475	3,091	3,896
营业税金及附加	113	111	144	196
营业费用	1,634	1,678	2,169	2,955
管理费用	1,389	2,937	3,795	5,171
财务费用	118	134	148	178
资产减值损失	-36	0	0	0
加:投资净收益	287	179	228	211
其他收益	235	0	0	0
营业利润	**1,405**	**1,235**	**1,726**	**2,589**
加:营业外净收支	-1	2	3	2
利润总额	**1,404**	**1,237**	**1,728**	**2,592**
减:所得税费用	83	128	140	239
少数股东损益	138	194	222	370
归属母公司净利润	**1,183**	**916**	**1,367**	**1,983**
EBIT	1,449	1,300	1,784	2,643
EBITDA	1,783	1,536	2,028	2,939

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.36	0.28	0.42	0.61
每股净资产(元)	2.19	2.28	2.50	2.89
发行在外股份(百万股)	2504	3270	3270	3270
ROIC(%)	11.7%	9.9%	13.1%	17.3%
ROE(%)	15.9%	12.6%	16.3%	20.7%
毛利率(%)	65.4%	70.5%	71.5%	73.6%
销售净利率(%)	13.9%	10.9%	12.6%	13.4%
资产负债率(%)	52.7%	44.2%	50.6%	42.2%
收入增长率(%)	10.5%	-1.4%	29.2%	36.2%
净利润增长率(%)	93.3%	-22.6%	49.2%	45.1%
P/E	119.28	154.07	103.25	71.15
P/B	19.67	18.92	17.25	14.91
EV/EBITDA	78.11	91.60	68.61	47.98

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn