

用友网络 (600588)

## 云服务增速超预期，未来仍将高速增长

### ——用友网络 2020 年合作伙伴大会点评

李沐华 (分析师)  
 010-83939797  
 limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

#### 本报告导读:

用友网络 2019 年云业务增速 150%，超出市场预期。由于在线办公和云端业务的需求提振，未来云业务还将保持高速增长。

#### 投资要点:

- 维持增持评级，上调目标价为 50.12 元。调整 2019-2021 年 EPS 预测为 0.45(+0.10)/0.31(-0.07)/0.33(-0.15)元，考虑用友云服务增速超预期，对云业务收入给予一定估值溢价，按照分部估值法给予目标价 50.12 元 (+10.77 元)，对应传统业务 20 倍 PE，云服务收入 25 倍 PS。
- 根据刚刚举行的用友网络 2020 年合作伙伴大会内容，2019 年云服务增速高达 150%，超出市场预期。用友网络 2020 年合作伙伴大会于 2 月 15 日下午于线上举办，根据会议内容，2019 年用友网络直销和分销业务都实现高速增长，云业务增长 150%，超出市场预期。我们认为，NC 停售，相关需求转向 NCC，对云服务收入高增长有明显帮助。
- 此次疫情使得大量企业看到在线办公和云端业务开展的必要性，用友的云业务需求将获得提振。很多企业在本次新冠疫情当中业务受到负面影响，这种影响来自于无法远程工作，因为业务尚未实现在线化。吃过亏的企业会亡羊补牢，尝到甜头的会加大投入，因为只有业务在云端才不会因为特殊情况停顿。这次疫情过后，企业在线化会加速，无论是政府还是企业，用友都能够提供云服务。
- 用友推出了具体措施对合作伙伴进行支持。疫情当前，业务受到影响。为了安抚自己的合作伙伴，用友提出了几条措施，其中最最核心的两条，是提供资金支持（金服桥）和调整一季度考核目标。
- 风险提示：经济下滑影响，行业竞争加剧

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,344	7,703	8,437	9,330	10,403
(+/-)%	24%	21%	10%	11%	12%
经营利润 (EBIT)	685	864	869	657	710
(+/-)%	637%	26%	1%	-24%	8%
净利润 (归母)	389	612	1,139	772	837
(+/-)%	97%	57%	86%	-32%	9%
每股净收益 (元)	0.16	0.24	0.45	0.31	0.33
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.8%	11.2%	10.3%	7.0%	6.8%
净资产收益率 (%)	6.7%	9.3%	14.7%	9.1%	9.0%
投入资本回报率 (%)	9.5%	14.9%	14.2%	10.4%	11.5%
EV/EBITDA	34.40	34.95	58.74	76.38	68.97
市盈率	274.66	174.58	93.83	138.48	127.60
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 50.12**

上次预测: 39.35

**当前价格: 42.68**

2020.02.16

#### 交易数据

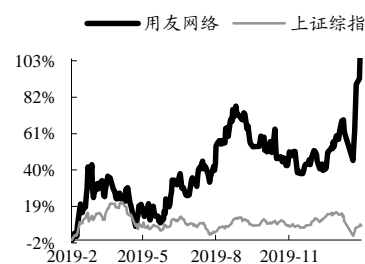
52 周内股价区间 (元)	20.80-45.20
总市值 (百万元)	106,866
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,504/2,493
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	25.55
日均成交值 (百万元)	841.88

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,233
每股净资产	2.49
市净率	17.1
净负债率	-21.89%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.04	-0.04
Q2	0.09	0.15
Q3	0.01	0.02
Q4	0.18	0.32
全年	0.24	0.45

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	34%	44%	113%
相对指数	40%	44%	104%

#### 相关报告

《以 NCC 的名义进攻》2019.10.09

《云原生 ERP 新品发布，技术架构获得突破》2019.08.25

《NC 停售破釜沉舟，云转型开始加速》2019.08.18

《云业务高速增长，新产品带来新增长动力》2019.03.17

《软件增长提速，云业务继续高速增长》2018.10.28

模型更新时间: 2020.02.16

股票研究

信息科技  
计算机

用友网络 (600588)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **50.12**

上次预测: 39.35

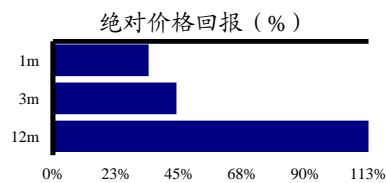
当前价格: 42.68

公司网址

www.yonyou.com

公司简介

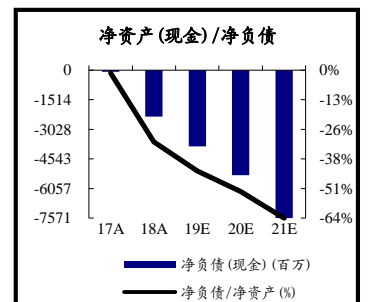
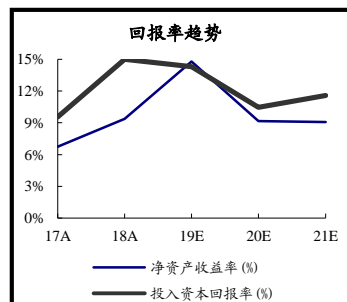
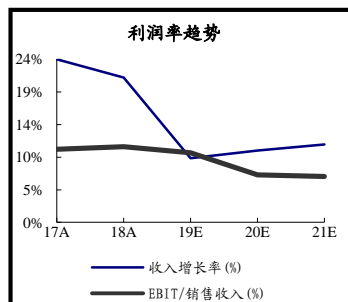
公司是领先的综合型、融合化、生态式的企业服务提供商,致力于服务中国及全球企业与公共组织的数字化转型与智能化发展,推动企业服务产业变革,用创想与技术推动商业和社会进步。基于移动互联网、云计算、大数据、社交等先进技术,用友 UAP 私有云平台是中国大型企业和公共组织应用最广泛的企业计算平台,畅捷通公有云平台在小微企业和各类企业公共应用服务中得到运用。



52 周价格范围 20.80-45.20  
市值 (百万) 106,866

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	6,344	7,703	8,437	9,330	10,403
营业成本	1,812	2,315	2,310	2,374	2,477
税金及附加	95	110	122	136	151
销售费用	1,417	1,649	1,649	1,731	1,818
管理费用	1,224	1,465	1,692	1,954	2,257
<b>EBIT</b>	<b>685</b>	<b>864</b>	<b>869</b>	<b>657</b>	<b>710</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	72	101	500	100	100
财务费用	169	110	-30	-84	-105
<b>营业利润</b>	<b>676</b>	<b>943</b>	<b>1,799</b>	<b>1,240</b>	<b>1,315</b>
所得税	126	140	306	210	214
少数股东损益	171	198	374	279	283
<b>归母净利润</b>	<b>389</b>	<b>612</b>	<b>1,139</b>	<b>772</b>	<b>837</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	4,022	5,531	3,743	4,641	5,824
其他流动资产	3,257	2,809	2,933	3,333	3,494
长期投资	1,642	1,703	1,703	1,703	1,703
固定资产合计	2,098	2,073	2,073	2,073	2,073
无形及其他资产	3,015	3,105	3,319	3,307	3,378
<b>资产合计</b>	<b>14,034</b>	<b>15,221</b>	<b>13,771</b>	<b>15,058</b>	<b>16,472</b>
流动负债	6,925	7,348	4,360	4,596	4,890
非流动负债	368	221	221	221	221
股东权益	6,741	7,652	9,190	10,241	11,361
<b>投入资本(IC)</b>	<b>5,901</b>	<b>4,930</b>	<b>5,099</b>	<b>5,252</b>	<b>5,189</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	559	736	723	547	596
折旧与摊销	213	247	0	0	0
流动资金增量	-263	-669	-45	164	-133
资本支出	-449	-483	-194	32	-51
<b>自由现金流</b>	<b>61</b>	<b>-169</b>	<b>484</b>	<b>743</b>	<b>413</b>
经营现金流	1,430	2,043	1,101	767	1,133
投资现金流	-2,740	152	306	132	49
融资现金流	569	-767	-3,194	0	0
<b>现金流净增加额</b>	<b>-741</b>	<b>1,428</b>	<b>-1,788</b>	<b>898</b>	<b>1,182</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	24.1%	21.4%	9.5%	10.6%	11.5%
EBIT 增长率	636.8%	26.1%	0.6%	-24.4%	8.1%
净利润增长率	97.1%	57.3%	86.1%	-32.2%	8.5%
利润率					
毛利率	71.4%	70.0%	72.6%	74.6%	76.2%
EBIT 率	10.8%	11.2%	10.3%	7.0%	6.8%
归母净利润率	6.1%	7.9%	13.5%	8.3%	8.1%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	6.7%	9.3%	14.7%	9.1%	9.0%
总资产收益率(ROA)	2.8%	4.0%	8.3%	5.1%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	9.5%	14.9%	14.2%	10.4%	11.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	7	4	5	5	5
应收账款周转天数	95	74	76	82	77
总资产周转天数	753	693	627	564	553
净利润现金含量	367.6%	333.7%	96.6%	99.4%	135.3%
资本支出/收入	7.1%	6.3%	2.3%	-0.3%	0.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.0%	49.7%	33.3%	32.0%	31.0%
净负债率	-1.3%	-31.1%	-44.1%	-50.7%	-58.8%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	274.66	174.58	93.83	138.48	127.60
PB	9.05	8.12	9.19	8.36	7.61
EV/EBITDA	34.40	34.95	58.74	76.38	68.97
P/S	9.85	10.63	9.70	8.77	7.87
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目 录

1. 云服务增速超预期，2020 年依然保持高速增长 .....	4
1.1. 用友网络 2019 年云业务增速超市场预期 .....	4
1.2. 在线办公和云端办公需求将推动用友云业务继续高增长 .....	4
1.3. 加大合作伙伴支持力度，实现行业定制化 .....	4
2. 盈利预测与估值 .....	5
2.1. 核心假设 .....	5
2.2. 收入和盈利预测 .....	5
2.3. 公司估值 .....	5
3. 风险提示 .....	6

## 1. 云服务增速超预期，2020 年依然保持高速增长

### 1.1. 用友网络 2019 年云业务增速超市场预期

根据刚刚举行的用友网络 2020 年合作伙伴大会内容，2019 年云服务增速高达 150%，超出市场预期。用友网络 2020 年合作伙伴大会于 2 月 15 日下午于线上举办，根据会议内容，2019 年用友网络直销和分销业务都实现高速增长，尤其是云业务增长 150%，超出市场预期。此前，我们在公司报告《以 NCC 的名义进攻》中已经下了结论，由于停售 NC，相关需求转向 NCC 以后，将使得部分本地部署的软件收入变为私有云收入，相关收入计入云服务，财务上的表现是用友网络 2019 年的云服务增速会突然提升，如今已经兑现。

图 1: 云业务增速超市场预期



数据来源：用友网络 2020 年合作伙伴大会

公有云成立了独立云 BG，对公有云的运营进行强力保障。以前用友一直饱受争议的是私有云收入计算在云服务中，公司现在已经成立公有云独立 BG，将批量推广财务云、营销云、友空间等公有云服务。我们知道，公有云服务的运营与传统项目制有本质区别，客户的续费率、生命周期价值等需要进行详细规划，有了组织架构的保证，未来用友公有云的收入必将得到提升。

### 1.2. 在线办公和云端办公需求将推动用友云业务继续高增长

此次疫情使得大量企业看到在线办公和云端业务开展的必要性，用友的云业务需求将获得提振。公司提出了三大热点：智能制造+智慧财税+数字营销，分别对应了制造云、财务云和营销云。除此之外，公有云产品还有友空间、友云采、人力云等等，具体功能这里就不一一介绍了。疫情当前，我们认为用友的传统业务肯定会受到招投标暂停的影响，但是公有云这块会有提振（举个例子，现在友空间每天有几千个用户新增，几百家用户新增），因为在线化和云化可能会成为企业习以为常的一种方式，最起码也要留一手备着，否则真有什么特殊情况，根本无法应变。

### 1.3. 加大合作伙伴支持力度，实现行业定制化

用友推出了具体措施对合作伙伴进行支持。众所周知，合作伙伴业务受到影响。为了安抚自己的合作伙伴，用友提出了几条措施，其中最核心

的两条，是提供资金支持（金服桥）和调整一季度考核目标。其中资金方面是最重要的，因为用友的合作伙伴需要承担压货带来的账期，有资金压力。此外，合作伙伴的核心业务是U8，2020年的核心目标之一就是稳住U8业务，具体的措施包括加大营销力度以及主攻高端客户，我们认为，疫情对用友带来的影响需要持续跟踪，但用友的定价目前主要由云收入决定，在云业务高增长的前提下，不用过分悲观。

## 2. 盈利预测与估值

### 2.1. 核心假设

1. 公司传统软件业务收入和云服务收入之和未来保持稳定增长；
2. 云服务收入未来三年保持高增长。

### 2.2. 收入和盈利预测

预计2019-2021年用友网络的传统软件收入分别为：52.44/48.24/44.38亿元，云服务收入分别为：21.21/31.86/43.11亿元，净利润分别为11.39/7.72/ 8.37亿元，EPS分别为0.45/0.31/0.33元。

表 1: 未来三年收入和盈利预测 (亿元)

	2019E	2020E	2021E
传统软件收入	52.44	48.24	44.38
云服务收入	21.21	31.86	43.11
归母净利润	11.39	7.72	8.37

数据来源：国泰君安证券研究

### 2.3. 公司估值

因为公司传统软件业务和云服务业务处于不同的发展阶段，云服务仍处于亏损状态，所以我们采用分部估值的方法，选取PE估值法和PS估值法对公司进行估值。

#### 1) PE 估值法

公司所处行业为传统管理软件行业，我们选取行业内的东华软件，泛微网络，华宇软件作为可比公司，可比公司2021年平均PE为37.41倍。

我们预计用友网络2021年传统软件收入为48.31亿元，按照我们预测的20%净利率计算，对应利润为8.88亿元，可比公司2021年平均37.41倍PE，考虑用友网络传统ERP业务增速处于较可比公司要低，给予一定估值折价，按照20倍PE计算，这部分合理市值为177.54亿元人民币。

表 2: 可比公司 PE 估值表

公司名称	收盘价	EPS			PE		
	2020/02/15	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
*东华软件	15.77	0.22	0.39	0.47	70.40	40.87	33.48
*华宇软件	29.96	0.75	0.96	1.20	40.18	31.25	25.03
*泛微网络	85.96	0.99	1.26	1.60	87.25	68.20	53.73
平均值					65.95	46.77	37.41

数据来源：WIND，国泰君安证券研究（加\*公司盈利预测来自于Wind一致预期）

## 2) PS 估值法

选取行业内的广联达, 石基信息, 金蝶国际等云转型公司作为可比公司。可比公司 2021 年 PS 平均值为 8.71 倍, 我们预计用友网络 2021 年云服务营收为 43.11 亿元, 考虑用友网络云服务处于高速增长阶段 (2019-2021 年预计增速为 150%/50%/35%), 给予一定估值溢价, 按照 25 倍 PS 计算, 对应合理市值为 1077.7 亿元人民币。

综合以上估值方法, 按照分部估值方法, 我们认为公司合理市值为 PE 估值和 PS 估值两种方法之和, 即 1255 亿元人民币, 对应目标价 50.12 元。

表 3: 可比公司 PS 估值表

公司名称	收盘价	股本 (百 万股)	营收 (百万元)			PS		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
	2020/02/15							
*广联达	41.68	1,127.55	3,319.58	4,006.76	4,964.06	14.16	11.73	9.47
*石基信息	39.25	1,067.91	3,652.25	4,145.89	4,738.98	11.48	10.11	8.84
*金蝶国际	10.74	3,324.33	3,286.60	3,913.80	4,567.00	10.86	9.12	7.82
平均值						12.17	10.32	8.71

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究 (加\*公司盈利预测来自于 Wind 一致预期)

## 3. 风险提示

### 1) 经济下滑影响

用友网络下游主要是企业客户, IT 支出取决于自身盈利预期, 经济压力将对下游需求有负面影响。

### 2) 企业管理软件行业竞争激烈

中国 ERP 市场存在 SAP、Oracle 这类发展时间较长, 产品功能强大的海外厂商, 也有金蝶、鼎捷等本土厂商, 存在竞争加剧的风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		