

业绩超预期，云业务高速前行

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入33.1亿元，同比增长10%；实现归母净利润4.8亿元，同比增长290%；扣非后归母净利润为2.6亿元，同比增长155%。
- **公司营收稳步增长，业绩超市场预期。**从营收端来看，公司总体保持稳健增长，其中：软件业务收入22.5亿元，受国内经济下行压力同比增长仅5%；金融业务规模受国内对于P2P金融的强监管政策影响有所收缩，总体收入5.7亿，同比下滑9.5%（其中支付业务收入2亿，同比增速为321.6%，互联网投融资业务收入3.7亿，同比下降36.5%）；云业务在公司加大投入的情况下继续保持100%以上增速，实现收入4.7亿元，同比增长114.6%。从净利端来看，归母净利润的快速增长主要受益于投资收益的增长以及期间费用的良好管控，其中：因出售长期股权投资获得投资收益1.4亿；除了研发费用外，销售费用、管理费用、财务费用分别下降2%、5.4%、3.5%，合计总体同比下降3.7%。
- **云业务高速增长，发展势头良好。**公司的云业务PaaS、SaaS、BaaS、DaaS上半年分别实现收入0.7、2.9、1.1、0.04亿元，分别同比增长39.5%、133.6%、146.1%、78.3%。公司云业务发展势头良好，在高研发投入、生态持续完善背景下有望保持快速增长：1）公司上半年研发投入7.4亿元，同比增长25.5%，研发费用率22.3%维持在高位，上半年实现关键产品突破（NC Cloud 1903实现大卖，签约客户已达100多家；发布云平台iuap v3.5.6；发布U8 Cloud 1903；发布大型企业混合云解决方案）；2）公司上半年加强了生态战略建设，入驻伙伴突破4000家，入驻产品及服务突破6200款；与华为、中国电信等巨头加强了战略合作，在协同效应的助推下，公司云业务有望保持快速增长态势。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.35元、0.47元、0.62元，未来三年归母净利润将保持35.8%的复合增长率。鉴于公司为国内企业信息化龙头，且在“用友3.0战略”的指引下云平台生态逐渐搭建完善，我们长期看好公司发展，维持“增持”评级。
- **风险提示：**云业务发展或不及预期；金融政策风险；软件领域竞争加剧。

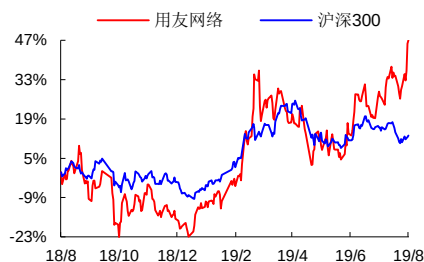
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7703.50	9001.42	10522.15	12165.19
增长率	21.44%	16.85%	16.89%	15.62%
归属母公司净利润（百万元）	612.13	868.15	1176.32	1532.16
增长率	57.33%	41.83%	35.50%	30.25%
每股收益EPS（元）	0.25	0.35	0.47	0.62
净资产收益率ROE	10.59%	14.08%	15.65%	17.04%
PE	127	89	66	51
PB	11.81	10.57	9.30	8.05

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
 执业证号：S1250517070001
 电话：010-57758600
 邮箱：zhuz@swsc.com.cn
 联系人：朱松
 电话：021-58352031
 邮箱：zhus@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.86
流通A股(亿股)	24.75
52周内股价区间(元)	21.27-37.8
总市值(亿元)	775.67
总资产(亿元)	150.59
每股净资产(元)	2.52

相关研究

1. 用友网络（600588）：云计算核心资产，平台生态加速完善（2019-07-28）

关键假设：

假设 1:根据前瞻产业研究院的数据,国内 ERP 软件市场在 2018 年市场规模为 265 亿,同比增长 11%,此后将维持在 10%左右。受国内经济下行压力,公司软件业务受到一定的影响,同时公司 NC Cloud 产品目前签约的客户大多为原有老客户转化而来,故公司的软件业务增速将有所下降。

假设 2: 公司 2019 年上半年推出面向大型企业的云产品 NC Cloud 1903, 目前推广状况良好,已签约 100 多家大型客户;同时公司加强了生态战略布局,和华为等巨头合作,在协同效应推动下,云业务有望保持高增长。

假设 3: 金融业务主要包括收单支付业务和 P2P 理财业务(2019 年上半年两者分别占比 35%、65%),受到国内对于 P2P 理财强监管的政策影响,上半年理财业务下滑 36.5%,预计未来政策仍将维持强监管状态,对公司金融业务有一定影响。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2018A	2019E	2020E	2021E
软件业务	收入	55.79	58.89	61.54	64.01
	增速	8.71%	5%	4.5%	4%
云业务	收入	8.506	20	32	44.79
	增速	108.0%	135.1%	60.0%	40%
金融业务	收入	12.44	11.12	11.67	12.84
	增速	54.87%	-10.6%	5%	10%
其他	收入	0.30	0	0	0
	增速		0%	0%	0%
合计	收入	77.03	90.01	105.21	121.64
	增速	21.43%	16.85%	16.89%	15.61%
	毛利率	70.0%	70%	71%	72%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7703.50	9001.42	10522.15	12165.19	净利润	810.19	1238.30	1599.15	2051.05
营业成本	2314.83	2700.43	3051.42	3406.25	折旧与摊销	246.51	258.05	258.05	258.05
营业税金及附加	110.29	130.63	152.77	176.19	财务费用	109.61	119.75	72.26	59.36
销售费用	1648.80	1728.27	1946.60	2214.06	资产减值损失	294.13	260.00	260.00	260.00
管理费用	1464.94	3240.51	3682.75	4221.32	经营营运资本变动	1185.90	-5.03	167.36	80.07
财务费用	109.61	119.75	72.26	59.36	其他	-603.69	-515.30	-363.30	-357.46
资产减值损失	294.13	260.00	260.00	260.00	经营活动现金流净额	2042.65	1355.77	1993.51	2351.07
投资收益	100.56	250.00	100.00	100.00	资本支出	-89.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	240.91	250.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	380.00	420.00	480.00	投资活动现金流净额	151.64	250.00	100.00	100.00
营业利润	943.12	1451.82	1876.35	2408.00	短期借款	-293.60	-2260.83	-895.57	0.00
其他非经营损益	7.22	5.00	5.00	5.00	长期借款	-133.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	950.33	1456.82	1881.35	2413.00	股权融资	355.36	0.00	0.00	0.00
所得税	140.15	218.52	282.20	361.95	支付股利	0.00	-122.43	-173.63	-235.26
净利润	810.19	1238.30	1599.15	2051.05	其他	-694.90	-252.61	-72.26	-59.36
少数股东损益	198.06	370.15	422.83	518.90	筹资活动现金流净额	-766.60	-2635.87	-1141.46	-294.62
归属母公司股东净利润	612.13	868.15	1176.32	1532.16	现金流量净额	1433.82	-1030.10	952.05	2156.44
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5530.81	4500.71	5452.76	7609.26	成长能力				
应收和预付款项	1961.36	2587.86	2923.06	3366.87	销售收入增长率	21.44%	16.85%	16.89%	15.62%
存货	21.77	32.47	40.68	43.11	营业利润增长率	39.47%	53.94%	29.24%	28.33%
其他流动资产	826.17	965.36	1128.46	1304.66	净利润增长率	44.67%	52.84%	29.14%	28.26%
长期股权投资	1702.89	1702.89	1702.89	1702.89	EBITDA 增长率	22.77%	40.82%	20.61%	23.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2519.28	2397.55	2275.82	2154.09	毛利率	69.95%	70.00%	71.00%	72.00%
无形资产和开发支出	1842.03	1708.28	1574.52	1440.77	三费率	41.84%	56.53%	54.19%	53.39%
其他非流动资产	816.59	814.02	811.46	808.90	净利率	10.52%	13.76%	15.20%	16.86%
资产总计	15220.90	14709.14	15909.65	18430.55	ROE	10.59%	14.08%	15.65%	17.04%
短期借款	3156.40	895.57	0.00	0.00	ROA	5.32%	8.42%	10.05%	11.13%
应付和预收款项	3011.23	3606.87	4122.31	4670.54	ROIC	12.55%	18.64%	21.97%	26.38%
长期借款	171.67	171.67	171.67	171.67	EBITDA/销售收入	16.87%	20.33%	20.97%	22.40%
其他负债	1229.63	1242.61	1397.74	1554.56	营运能力				
负债合计	7568.93	5916.72	5691.71	6396.76	总资产周转率	0.53	0.60	0.69	0.71
股本	1917.83	2486.13	2486.13	2486.13	固定资产周转率	3.69	4.47	5.57	6.88
资本公积	2120.76	1552.46	1552.46	1552.46	应收账款周转率	5.34	5.32	5.01	5.12
留存收益	2613.13	3358.86	4361.55	5658.44	存货周转率	72.10	76.99	75.86	75.42
归属母公司股东权益	6570.70	7341.01	8343.70	9640.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.26%	—	—	—
少数股东权益	1081.27	1451.41	1874.24	2393.14	资本结构				
股东权益合计	7651.96	8792.42	10217.94	12033.73	资产负债率	49.73%	40.22%	35.78%	34.71%
负债和股东权益合计	15220.90	14709.14	15909.65	18430.49	带息债务/总负债	43.97%	18.04%	3.02%	2.68%
					流动比率	1.13	1.42	1.74	2.00
					速动比率	1.13	1.41	1.74	1.99
					股利支付率	0.00%	14.10%	14.76%	15.36%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.35	0.47	0.62
					每股净资产	2.64	2.95	3.36	3.88
					每股经营现金	0.82	0.55	0.80	0.95
					每股股利	0.00	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1299.24	1829.63	2206.66	2725.41					
PE	126.72	89.35	65.94	50.63					
PB	11.81	10.57	9.30	8.05					
PS	10.07	8.62	7.37	6.38					
EV/EBITDA	43.87	40.09	32.40	25.43					
股息率	0.00%	0.16%	0.22%	0.30%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn