

用友网络 (600588)

国产和高端市场齐发力，云业务继续翻倍买入（维持）

2019 年 08 月 18 日

证券分析师郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理薛翔

xuex@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,703	9,315	11,416	14,202
同比（%）	21.4%	20.9%	22.6%	24.4%
归母净利润（百万元）	612	903	1,307	1,896
同比（%）	57.3%	47.6%	44.7%	45.1%
每股收益（元/股）	0.25	0.36	0.53	0.76
P/E（倍）	126.72	85.87	59.33	40.90

事件：用友网络发布 2019H1 财报，公司 19H1 实现营业收入 33.13 亿元（+10.2% yoy）；归母净利润 4.82 亿元（+290.1% yoy）。

投资要点

- **云业务继续翻倍，净利润大幅增长：**中报云服务业务（不含金融类云服务业务）实现收入 4.72 亿元，同比大幅增长 114.6%；软件业务实现收入 22.48 亿元，同比增长 5.0%。在收入稳定增长的同时，应收账款同比和环比均继续下降，凸显收入质量。研发费用 7.40 亿元，同比增长 25.5%，开发支出同比下降 1.92 亿，销售费用和管理费用同比分别下降 2.1%、5.4%，迈过投入拐点后费用继续优化；云服务业务（不含金融类）预收账款 4.4 亿元，同比增长 76.7%，比年初增长 46%；云服务的企业客户数 493.2 万家，其中累计付费企业客户数 43.0 万家，较 2019Q1 增长 13.2%，较 2018H1 增长 48.0%；云市场入驻生态伙伴突破 4000 家，入驻产品及服务突破 6200 款，生态进一步完善。
- **NC Cloud 市场推广顺利，发力高端市场优势明显：**NC Cloud（NCC）是面向从成长型集团企业到大型企业的拳头产品，全面应用最新混合云技术架构，支持公有云、专属云、私有云的灵活部署模式；包括了数字营销与新零售、数字化工厂与智能制造、数字采购与供应链协同、财务共享与企业绩效管理、人才管理、企业社交智慧协同等十八大企业数字化创新产品，并提供覆盖十四大行业的最佳实践解决方案。年初正式推向市场，截至 6 月 NCC 累计签约 1.45 亿元，签约用户 100 家左右，预计全年有望达到 300 家，相对国内竞争对手，在高端市场的竞争优势凸显。
- **自主国产将带来新一轮增长，云业务有望超预期：**伴随企业日益强烈的转型升级需求，越来越多的企业希望借助云原生等新一代信息技术实现数字化转型，行业面临数字化、国产化的历史发展机遇。公司联合中国软协及华为、中国电科普华、上海兆芯、龙芯中科等国内知名厂商，共同发起组建了“企业数字化自主可控服务联盟”，积极推动了企业数字化、国产化工作，并积极开展“鲲鹏计划”等市场专项活动。国内高端 ERP 国产空间过百亿，借助企业信息化转换架构赛道的机遇，NCC 目前在大型企业已经取得了整体替换两家国际巨头 ERP 的案例，随着标杆案例的树立，未来有望加速落地。
- **维持“买入”评级：**预计 19-21 年归母净利 9.03/13.07/18.96 亿，EPS 为 0.36/0.53/0.76 元，对应 PE 为 86/59/41 倍。考虑到云业务进展超预期，公司估值有望逐步向 2020 年切换，采用分部估值法，对应 1000 亿市值，给予未来半年目标价 40.23 元，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 业务影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.20
一年最低/最高价	15.92/31.88
市净率(倍)	12.38
流通 A 股市值(百万元)	77232.95

基础数据

每股净资产(元)	2.52
资产负债率(%)	51.49
总股本(百万股)	2486.13
流通 A 股(百万股)	2475.42

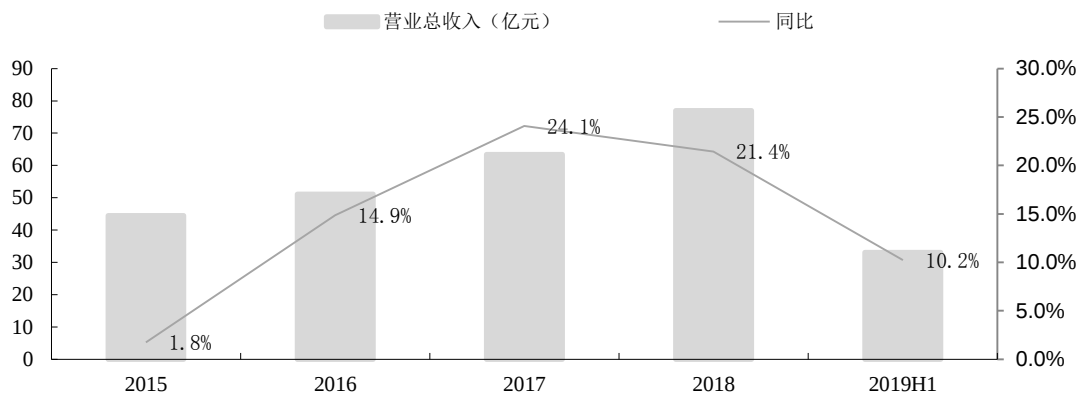
相关研究

- 1、《用友网络 (600588)：软件+云收入增速回升，多款云产品研发迭代将助推云业务加速增长》2019-04-28
- 2、《用友网络 (600588)：云平台中台战略相继落地，中高端新产品发布将助推云业务加速增长》2019-03-18
- 3、《用友网络 (600588)：公司管理进入革新期，高端产品发布将助推云业务加速增长》2019-01-30

1. 云业务继续翻倍增长

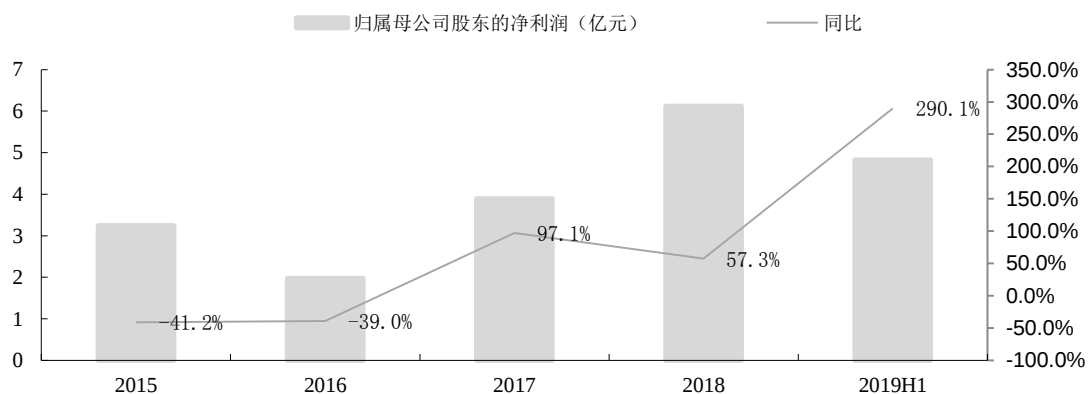
净利润大幅增长。用友网络 2019H1 营业收入 33.13 亿元，同比增长 10.2%；归母净利润 4.82 亿元，同比增长 290.1%；扣非后净利润 2.64 亿元，同比增长 155.1%；归母扣非扣股权激励成本的净利润为 3.20 亿元，同比增长 40.5%。

图 1：用友网络营业收入稳健增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：用友网络净利润高速增长

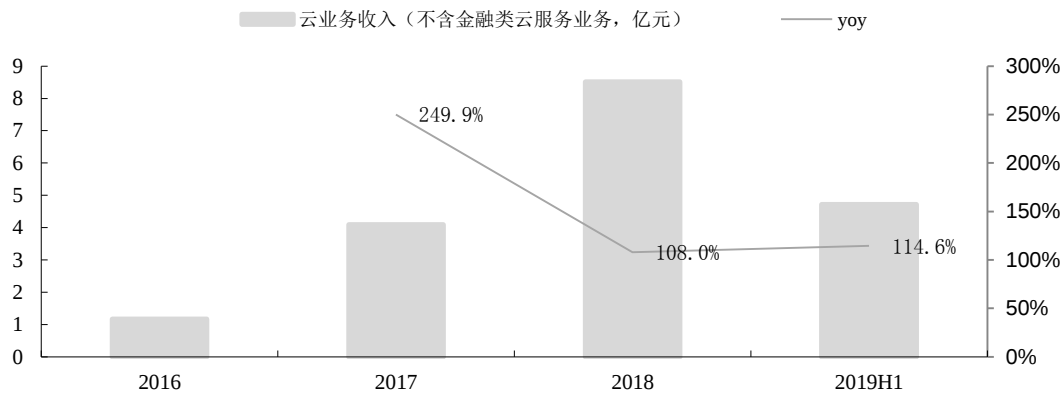


数据来源：wind，东吴证券研究所

云服务业务收入保持高速增长，收入占比持续提高。2019 年 H1 公司云服务业务（不含金融类云服务业务）实现收入 4.72 亿元，同比增长 115%；软件业务实现收入 22.48 亿元，同比增长 5.0%，实现稳定增长；支付服务业务实现收入 2.00 亿元，同比增长 321.6%，继续保持高速增长；互联网投融资信息服务业务在继续坚持稳健经营，主动控制适度规

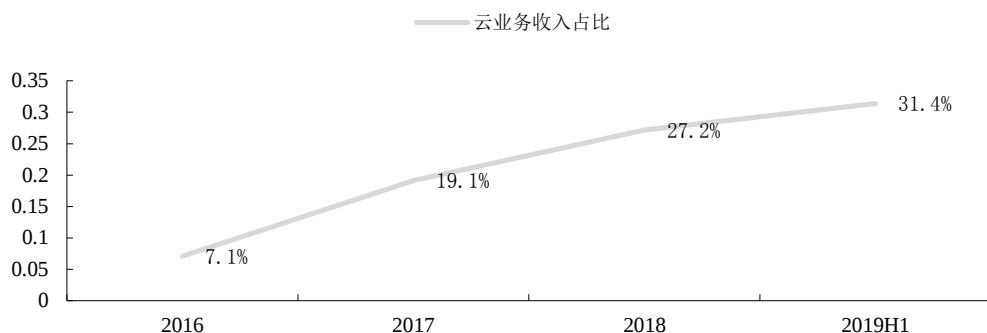
模的方针指引下，实现收入 3.69 亿元，同比下降 36.5%。公司云服务业务占比提升到 31.4%。

图 3：用友网络云服务业务收入保持翻倍增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：用友网络云业务收入占比持续提高

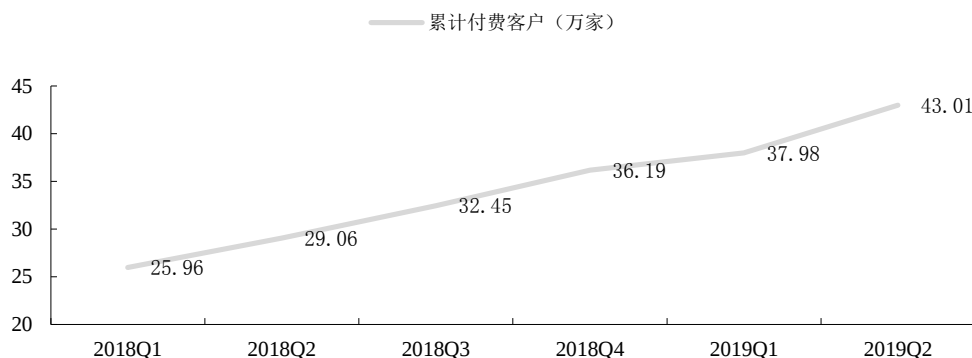


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司云服务业务收入（不含金融类云服务业务收入）按照企业规模分类，小微企业云服务业务实现收入 4,527 万元，增长 142.3%；大中型企业云服务业务实现收入 42,654 万元，增长 112%。按照业务形态分类，SaaS 业务实现收入 28,566 万元，同比增长 133.6%；BaaS 业务实现收入 11,324 万元，同比增长 146.1%；PaaS 业务实现收入 6877 万元，同比增长 39.5%；DaaS 业务实现收入 414 万元，同比增长 78.3%。

研发保持增长，费用继续优化。研发费用 7.40 亿元，同比增长 25.5%，开发支出同比下降 1.92 亿，销售费用和管理费用同比分别下降 2.1%、5.4%，迈过投入拐点后费用继续优化。

图 5：用友网络累计付费客户数持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

其他关键业务指标表现优良。公司云服务业务的企业客户数为 493.17 万家，其中累计付费企业客户数为 43.01 万家，较 2019 年一季度末增长 13.2%（较 2018 年半年度末增长 48%）；公司企业客户续约率和客单价稳步提高，其中私有云与混合云客单价大幅提高。现金流同比流出增加，主要由于报告期支付职工和为职工支付的现金增长所致。公司云服务业务（不含金融类云服务业务）预收账款 43,996 万元，同比增长 76.7%，比年初增长 46%。

2. 业务发展：

2.1. 公司坚定云业务转型，拳头产品获得市场认可

公司继续坚定执行用友 3.0 战略。下半年对新增用户公司将停售 NC 产品，从而更加聚焦云业务。抓住企业数字化、国产化的市场机会，聚焦数字化主航道、主战场，围绕用友企业云服务核心业务，加强核心产品与技术研发与客户运营体系升级，采取扁平化、一体化运作模式，凝聚组织合力，大力拓展企业服务市场，积极推进各项业务发展。

NCC 是公司面向大型客户的拳头产品。NCC 可以和用友的公有云服务完全融合，并兼容所有解决方案，对于数字化、新一代系统升级、云转型、本地化以及自主可控等方面更好的解决了国内企业的需求，对财务共享服务、外部采购等领域也有更强优势。从产品角度来说 NCC 具备很强的生态优势，用友和华为等领先企业有非常深入的合作，有强有力自主安全可控技术的支撑，有很多业务伙伴合作开发产品，从而不断强化用友生态的竞争优势。NCC 获得较好的市场推广和客户反响。

2.2 中高端市场举足轻重，用友已确立竞争优势

云行业中高端市场代表技术发展方向。首先，争取中高端市场无疑树立起行业标杆，对于业务后续开展产生示范效应；同时，大客户对产品的要求更体现了未来行业和技术的发展方向，促进产品和平台更加成熟，使其具有更强的内生和复制能力，从而在未来的业务拓展过程中占领更多市场需求，降低更多产品成本。

用友网络确立竞争优势。与市面上其他面向大型企业的云产品相比较，用友在人财物客的数字化解决方案等方面更有优势。以融合了用友领域云的 NCC 为核心，用友可以为大型企业提供混合云的解决方案，在产品的丰富度、解决方案的覆盖度、客户的满意度等方面都是行业领先。用友在中国已耕耘二十年，在大中型企业业务方面积累深厚，无论是技术、应用、服务、客户，都已经确立起自己的竞争壁垒。大中型企业 saas 应用市场、数字化市场是兵家必争之地，用友正在用行动和数据证明其强大竞争力和领导地位。

2.3 拿下整体替换案例，国产推进加速

公司为自主国产做好准备。国内企业正面临 IT 新的换代、数字化和国产化新机遇，公司重视并加强生态战略建设，重点加强与华为、中国电信、中国工商银行等战略合作伙伴的业务合作，制定了专项计划，并积极落地，取得阶段性成果；公司联合中国软协及华为、中国电科普华、上海兆芯、龙芯中科、360 企业安全等国内知名厂商，共同发起组建了“企业数字化自主可控服务联盟”，积极推动企业数字化、国产化工作。

拿下整体替换案例，国产加速推进可期。公司之前切入中高端市场的主要劣势是没有全面服务超大型客户的案例，也没有形成针对超大型客户的营销运营机制。今年上半年，公司拿下四川机场项目，用 NCC 替代 oracle 的产品。此外公司也签订一家使用 SAP 产品多年的用户的整体替换订单。用友已经具备了大型企业国产化的应用案例，在标杆案例的带动下，有望实现对国内超大型企业的突破，加快国产推进。

3. 盈利预测：

我们对于公司 19-21 年盈利预测适当调整，预计 2020 年公司云业务收入 38 亿元，15 倍 PS（对应 50 倍 PE）对应 570 亿元市值；软件业务营收 63 亿元，在 20%净利率下对应 30 倍估值 380 亿元；金融业务在控制适度规模的方针指引下没有增长估值 50 亿元。分部估值后 2020 年公司目标市值 1000 亿元。

预计 19-21 年归母净利 9.03/13.07/18.96 亿，EPS 为 0.36/0.53/0.76 元，对应 PE 为 86/59/41 倍。考虑到云业务进展超预期，公司估值有望逐步向 2020 年切换，采用分部估值法，对应 1000 亿市值，给予未来半年目标价 40.23 元，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 业务影响。

用友网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,340	8,007	7,779	10,263	营业收入	7,703	9,315	11,416	14,202
现金	5,531	2,764	3,973	3,497	减:营业成本	2,315	2,642	3,108	3,507
应收账款	1,390	3,587	2,294	4,694	营业税金及附加	110	140	167	209
存货	22	61	36	72	营业费用	1,649	1,863	2,169	2,698
其他流动资产	1,398	1,596	1,475	1,999	管理费用	1,465	3,307	3,824	4,687
非流动资产	6,881	7,483	8,565	9,903	财务费用	110	160	198	210
长期股权投资	1,703	1,964	2,334	2,772	资产减值损失	294	0	0	0
固定资产	2,073	2,552	3,184	3,981	加:投资净收益	101	101	81	89
在建工程	446	495	543	625	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	917	917	910	894	营业利润	943	1,304	2,032	2,980
其他非流动资产	1,742	1,556	1,593	1,632	加:营业外净收支	7	7	6	7
资产总计	15,221	15,490	16,344	20,166	利润总额	950	1,311	2,037	2,987
流动负债	7,348	6,986	6,557	8,299	减:所得税费用	140	183	328	472
短期借款	3,156	2,410	2,639	2,801	少数股东损益	198	225	402	619
应付账款	456	846	660	995	归属母公司净利润	612	903	1,307	1,896
其他流动负债	3,736	3,729	3,258	4,503	EBIT	987	1,361	2,095	3,045
非流动负债	221	211	207	206	EBITDA	1,234	1,584	2,343	3,345
长期借款	172	175	164	157					
其他非流动负债	49	36	43	49					
负债合计	7,569	7,197	6,764	8,506	重要财务与估值指				
少数股东权益	1,081	1,306	1,708	2,327	标	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	6,571	6,987	7,872	9,334	每股收益(元)	0.25	0.36	0.53	0.76
负债和股东权益	15,221	15,490	16,344	20,166	每股净资产(元)	2.64	2.81	3.17	3.75
					发行在外股份(百万				
					股)	1918	2486	2486	2486
					ROIC(%)	8.3%	12.2%	16.3%	20.7%
					ROE(%)	10.6%	13.6%	17.8%	21.6%
					毛利率(%)	70.0%	71.6%	72.8%	75.3%
					销售净利率(%)	7.9%	9.7%	11.5%	13.4%
					资产负债率(%)	49.7%	46.5%	41.4%	42.2%
					收入增长率(%)	21.4%	20.9%	22.6%	24.4%
					净利润增长率(%)	57.3%	47.6%	44.7%	45.1%
					P/E	126.72	85.87	59.33	40.90
					P/B	11.81	11.10	9.85	8.31
					EV/EBITDA	62.13	49.71	33.37	23.75
现金流量表 (百万元)									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	2,043	-492	2,847	1,533					
投资活动现金流	152	-762	-1,247	-1,536					
筹资活动现金流	-767	-1,513	-390	-472					
现金净增加额	1,434	-2,767	1,209	-476					
折旧和摊销	247	223	248	300					
资本开支	487	522	668	856					
营运资本变动	452	-1,925	775	-1,401					

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>

