



2019年11月4日

用友网络 (600588): 业绩增长符合预期, 云业务保持高速扩展

计算机

当前股价: 29.52 元

审慎推荐(维持)

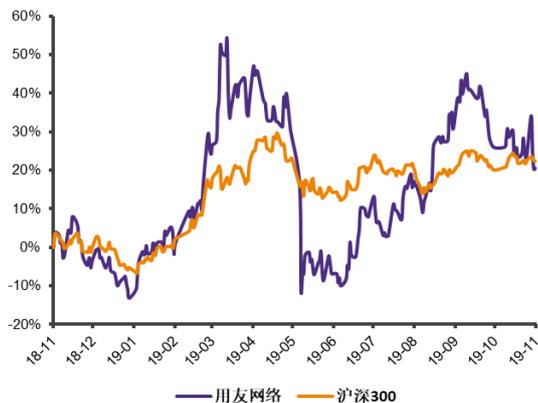
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,703	9,130	11,108	13,553
(+/-)	21.4%	18.5%	21.7%	22.0%
营业利润	943	1,200	1,477	1,849
(+/-)	39.5%	27.3%	23.0%	25.2%
归属母公	612	853	1,093	1,417
司净利润				
(+/-)	57.3%	39.3%	28.2%	29.6%
EPS (元)	0.32	0.34	0.44	0.57
市盈率	92.5	86.1	67.2	51.8

公司基本情况 (最新)

总股本/流通股 (万股)	248613 / 247471
流通市值 (亿元)	730.5
每股净资产 (元)	2.51
资产负债率 (%)	49.7

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 魏旭银
 执业证书编号: S1050518050001
 联系人: 杨刚
 电话: 021-54967705
 邮箱: yanggang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (86 21) 64339000
 网址: http://www.cfsc.com.cn

事件: 用友网络公布 2019 年三季度报告, 前三季度实现营收 50.09 亿元, 同比增长 10.1%, 归母净利润 4.47 亿元, 同比增长 196.4%, 扣非归母净利润 1.74 亿元, 同比增长 36.6%。

● **营收稳步增长, 期间费用管控良好。** 2019 年前三季度, 公司坚定执行 3.0 战略, 加快产品突破, 不断优化完善 NC Cloud、YonSuite 以及 iuap 云平台产品, 积极推进企业上云, SaaS 产品发展和 BaaS 业务落地, 抢占市场先机。2019 年 Q3 单季度实现营收 16.96 亿元, 同比增长 9.96%, 归母净利润-0.35 亿元, 主要系友金所受行业监管影响, 同比大降 39% 所致。前三季度, 公司云业务预收账款 5.76 亿元, 同比增长 91.3%。公司继续加大研发投入, 前三季度研发费用为 11.34 亿元, 同比增长 26.9%, 占营收比重为 22.6%。前三季度, 公司毛利率为 61.90%, 较去年同期下降 6.32pct; 销售费用率为 18.42%, 较去年同期下降 1.88pct, 财务费用率为 1.72%, 较去年同期下降 0.06pct; 管理费用率为 16.56%, 较去年同期下降 2.96pct。

● **云服务保持高速扩张, 客户数再创新高。** 公司前三季度非金融云服务业务实现营收 7.83 亿元, 同比增长 125.2%, 占营收比重持续提高, 达到 15.63%, 与 Q1 (95.0%)、Q2 (114.6%) 相比, 增速继续提升。具体来看, 前三季度 SaaS 业务实现营收 4.98 亿元, 同比增长 161.5%; BaaS 业务实现营收 1.67 亿元, 同比增长 144.8%; PaaS 业务实现营收 1.10 亿元, 同比增长 28.0%; DaaS 业务实现营收 845 万元, 同比增长 158.7%。2019 年公司实现云服务业务客户数达到 522 万家, 较去年同期增长 76 万家。累计付费企业数 46.84 万家, 其中大中企业付费客户 7.88 万家, 小微企业付费客户 14.39 万家, 其他付费客户 24.56 万家。客户续约率保持高位: 大中企业云服务续约率为 59.4%, 小微企业续约率为 59.0%。客单价明显提升: 大中企业云服务客单价 9.79 万元, 小微企业 1746 元。

● **发起企业数字化服务战略联盟, 入住厂家数量创新高。** 公司发布了以融合为核心的用友企业云服务新生态战略, 举办了企业数字化服务领导厂商联盟成立仪式, 推动行业头部企业战略联盟合作; 公司加强了与华为、中国工商银行、中国联通等龙头企业的战略合作。作为华为战略合作伙伴, 公司获得了“华为云生态合作最佳实践伙伴”和“鲲鹏生态合作最佳实践伙

伴”奖项；公司与中国工商银行签订战略合作协议，联合发布了“财资管理云”产品与服务。公司在云市场建设方面持续发力，前三季度实现入驻伙伴突破 4600 家，入驻产品及服务突破 7100 个。

● **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.53、10.93 和 14.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.44 和 0.57 元，现价对应 2019-2021 年 PE 分别为 86.1、67.2 和 51.8 倍。公司作为国内 ERP 领域龙头，坚定贯彻用友 3.0 战略，积极向云化转型，大力拓展云服务业务，目前云业务落地速度加快，我们看好公司的发展前景，维持公司“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**宏观经济不景气导致企业 IT 投入不及预期的风险；企业上云不及预期的风险；云业务发展不及预期的风险；ERP 行业竞争加剧的风险。



图表 1: 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	7,703	9,130	11,108	13,553
货币资金	5,531	7,105	8,911	11,128	营业成本	2,315	2,792	3,531	4,351
应收款	1,899	1,902	2,160	2,635	营业税金及附加	110	110	110	110
存货	22	16	20	24	销售费用	1,649	1,853	2,199	2,616
其他流动资产	889	889	889	889	管理费用	1,465	1,662	1,888	2,209
流动资产合计	8,340	9,911	11,979	14,677	财务费用	110	140	184	243
非流动资产:					费用合计	3,223	3,655	4,272	5,067
可供出售金融资产	677	677	677	677	资产减值损失	294	349	424	517
固定资产+在建工程	2,519	2,863	3,184	3,483	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	1,801	1,801	1,801	1,801	投资收益	101	101	101	101
其他非流动资产	1,883	1,883	1,883	1,883	营业利润	943	1,200	1,477	1,849
非流动资产合计	6,881	7,224	7,546	7,845	加: 营业外收入	16	16	16	16
资产总计	15,221	17,135	19,525	22,522	减: 营业外支出	9	9	9	9
流动负债:					利润总额	950	1,208	1,484	1,856
短期借款	3,156	4,103	5,334	6,935	所得税费用	140	157	193	241
应付账款、票据	456	582	785	967	净利润	810	1,051	1,291	1,615
其他流动负债	3,736	3,768	3,805	3,851	少数股东损益	198	198	198	198
流动负债合计	7,348	8,453	9,924	11,752	归母净利润	612	853	1,093	1,417
非流动负债:									
长期借款	172	223	290	377					
其他非流动负债	49	63	49	63					
非流动负债合计	221	286	339	440					
负债合计	7,569	8,739	10,264	12,192					
所有者权益									
股本	1,918	2,486	2,486	2,486					
资本公积金	2,121	1,552	1,552	1,552					
未分配利润	1,786	2,426	3,161	4,068					
少数股东权益	1,081	1,081	1,081	1,081					
所有者权益合计	7,652	8,397	9,261	10,329					
负债和所有者权益	15,221	17,135	19,525	22,522					
现金流量表									
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	810	1051	1291	1615					
折旧与摊销	247	144	166	187					
财务费用	119	140	184	243					
存货的减少	-1	6	-4	-5					
营运资本变化	453	123	-55	-293					
其他非现金部分	415	14	-14	14					
经营活动现金净流量	2043	1477	1567	1761					
投资活动现金净流量	152	-487	-487	-487					
筹资活动现金净流量	-767	584	726	944					
现金流量净额	1,434	1,574	1,806	2,218					

主要财务指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	21.4%	18.5%	21.7%	22.0%
营业利润增长率	39.5%	27.3%	23.0%	25.2%
归母净利润增长率	57.3%	39.3%	28.2%	29.6%
总资产增长率	8.5%	12.6%	13.9%	15.3%
盈利能力				
毛利率	70.0%	69.4%	68.2%	67.9%
营业利润率	12.2%	13.1%	13.3%	13.6%
三项费用/营收	41.8%	40.0%	38.5%	37.4%
EBIT/销售收入	13.2%	15.6%	15.9%	16.4%
净利润率	10.5%	11.5%	11.6%	11.9%
ROE	10.6%	12.5%	13.9%	15.6%
营运能力				
总资产周转率	50.6%	53.3%	56.9%	60.2%
资产结构				
资产负债率	49.7%	51.0%	52.6%	54.1%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	2.52	1.41	1.21	1.09
每股数据 (元/股)				
每股收益	0.32	0.34	0.44	0.57
每股净资产	3.99	3.38	3.73	4.15

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>