

# 国产化+AI 共振，下半年有望迎来拐点

## 用友网络(600588)

评级:	买入	股票代码:	600588
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	28.82/16.28
目标价格:		总市值(亿)	585.35
最新收盘价:	17.05	自由流通市值(亿)	582.60
		自由流通股数(百万)	3,417.00

### 事件概述

8月18日，用友网络披露半年报，上半年实现营业收入33.7亿元，同比下降4.7%；归母净利润为-8.45亿元，上年同期-2.56亿元。

### 分析判断:

#### ► 公司上半年业务组织模式发生改变，短期业绩承压。

公司23H1实现营业收入33.70亿元，同比-4.7%，其中，公司云服务业务实现收入23.46亿元，同比+2.0%。公司归母净利润为-8.45亿元，亏损同比增加5.89亿元，主要原因在于：1)公司坚定推进了公司历史上最大的一次业务组织模式升级：大型企业客户业务由原来以地区为主的组织模式升级为以行业为主的组织模式，中型企业客户业务继续按照区域但全国统一、垂直组织开展。业务组织的全面变革需要一定的转换时间，对公司上半年的合同签约、实施交付、收入确认有较大的阶段性影响；2)23H1末公司人员规模较去年同期多了2111人，导致报告期内营业成本和销售、研发及管理费用之和较去年同期增加4.6亿元。

#### ► 业务按新组织模式运行开始步入良好增长轨道，为下半年稳定增长奠定基调。

23H1公司合同签约金额同比+3.1%，其中，1-5月签约金额同比-5.6%，6月份单月同比+20%。目前，公司合同签约继续保持较好增长势头，7月份单月同比+24.0%，1)其中，大型企业客户业务(不含子公司经营的大型企业客户业务)的合同签约金额继续高速增长，7月份单月增速超60%；中型云服务业务实现收入3.08亿元，同比+25.2%，核心产品续费率达92.3%；小微企业市场云订阅收入实现2.29亿元，同比+28.2%。政府及公共组织上半年受预算开支的影响，云服务业务收入实现1.72亿元，同比-15.7%。2)截至23H1，公司合同负债为27.9亿元，较去年上半年末+0.2%，其中，云业务相关合同负债实现22.1亿元，较去年上半年末+25.9%，订阅相关合同负债实现14.6亿元，较去年上半年末+41.5%。3)公司云服务业务ARR实现20.6亿元，较去年同期+22.6%。23H1公司新增云服务付费客户数为5.95万家，云服务累计付费客户数为63.10万家。

#### ► 展望下半年下游市场需求复苏+国产化进程推进+AI布局共振，公司有望迎来拐点。

1)根据公司中报，公司的订单增速逐月回暖，公司在手订单充足，为全年业绩稳定增长带来保障，同时展望下半年，我们预计党政国央企侧需求和预算安排逐渐回暖，公司相关收入表现或将逐步释放；2)信创推进节奏加快，我们认为公司作为国产ERP龙头，在信创浪潮背景下，有望持续受益；3)公司积极拥抱AI普及应用时代，专项部署在产品与技术创新、业务变革与运营、职能服务与管理三大方面，战略、全面、深入、快速导入AI。推出了结合AI能力的可组装式数据分析产品和服务，深度覆盖20个领域应用、27个行业，推出600多个主题析模型，实现多业

务场景落地。

### 投资建议

根据公司中报，我们下调公司 23-25 年营收预测 115.66/144.74/181.19 亿元，至 23-25 年营收预测 104.49/124.46/153.55 亿元；下调 23-25 年每股收益（EPS）0.19/0.29/0.49 元的预测，至 23-25 年分别为 0.15/0.21/0.27 元，对应 2023 年 8 月 21 日 17.05 元/股收盘价，PE 分别为 112.06/79.58/62.42 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

1) 国产替代进程不及预期；2) 云产品推广低于预期；3) 行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行风险；5) 市场系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,932	9,262	10,449	12,446	15,355
YoY (%)	4.7%	3.7%	12.8%	19.1%	23.4%
归母净利润(百万元)	708	219	522	736	938
YoY (%)	-28.2%	-69.0%	138.3%	40.8%	27.5%
毛利率 (%)	61.2%	56.4%	56.5%	55.2%	54.3%
每股收益 (元)	0.22	0.06	0.15	0.21	0.27
ROE	10.1%	1.9%	4.5%	5.9%	7.0%
市盈率	77.50	284.17	112.06	79.58	62.42

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：13911090484

分析师：赵宇阳

邮箱：zhaoyy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070006

联系电话：19534078860

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,262	10,449	12,446	15,355	净利润	225	528	741	948
YoY (%)	3.7%	12.8%	19.1%	23.4%	折旧和摊销	664	507	531	534
营业成本	4,041	4,542	5,578	7,018	营运资金变动	-695	1,093	475	800
营业税金及附加	106	122	145	178	经营活动现金流	286	2,210	1,989	2,356
销售费用	2,235	2,299	2,489	3,071	资本开支	-1,554	-2,225	-1,783	-1,742
管理费用	1,117	1,358	1,494	1,843	投资	-2,404	-234	-192	-204
财务费用	-12	-49	-23	-16	投资活动现金流	-3,853	-2,221	-1,712	-1,647
研发费用	1,754	2,090	2,365	2,918	股权募资	5,347	-99	0	0
资产减值损失	-65	-64	-100	-50	债务募资	1,077	178	327	307
投资收益	110	218	263	299	筹资活动现金流	4,928	-334	72	33
营业利润	251	583	821	1,048	现金净流量	1,375	-342	348	742
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	247	583	821	1,048	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	22	55	80	100	<b>成长能力</b>				
净利润	225	528	741	948	营业收入增长率	3.7%	12.8%	19.1%	23.4%
归属于母公司净利润	219	522	736	938	净利润增长率	-69.0%	138.3%	40.8%	27.5%
YoY (%)	-69.0%	138.3%	40.8%	27.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.06	0.15	0.21	0.27	毛利率	56.4%	56.5%	55.2%	54.3%
					净利率	2.4%	5.0%	5.9%	6.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	0.9%	2.1%	2.7%	3.1%
货币资金	8,304	7,961	8,309	9,051	净资产收益率 ROE	1.9%	4.5%	5.9%	7.0%
预付款项	151	164	206	258	<b>偿债能力</b>				
存货	531	510	542	679	流动比率	1.29	1.10	1.02	0.98
其他流动资产	3,401	3,028	3,531	4,356	速动比率	<b>1.13</b>	<b>0.96</b>	<b>0.89</b>	<b>0.84</b>
流动资产合计	12,387	11,663	12,588	14,344	现金比率	0.87	0.75	0.67	0.62
长期股权投资	2,735	2,969	3,161	3,365	资产负债率	46.9%	48.7%	50.6%	52.7%
固定资产	2,376	2,323	2,268	2,204	<b>经营效率</b>				
无形资产	2,838	3,671	4,593	5,494	总资产周转率	0.45	0.43	0.48	0.53
非流动资产合计	11,168	13,209	14,704	16,167	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	23,555	24,872	27,291	30,511	每股收益	0.06	0.15	0.21	0.27
短期借款	3,355	3,475	3,802	4,110	每股净资产	3.34	3.41	3.62	3.89
应付账款及票据	832	880	1,099	1,385	每股经营现金流	0.08	0.64	0.58	0.69
其他流动负债	5,387	6,289	7,422	9,099	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,574	10,644	12,322	14,594	<b>估值分析</b>				
长期借款	826	826	826	826	PE	284.17	112.06	79.58	62.42
其他长期负债	637	650	650	650	PB	7.24	5.01	4.71	4.38
非流动负债合计	1,463	1,476	1,476	1,476					
负债合计	11,037	12,120	13,798	16,069					
股本	3,434	3,433	3,433	3,433					
少数股东权益	1,057	1,062	1,068	1,078					
股东权益合计	12,518	12,752	13,493	14,442					
负债和股东权益合计	23,555	24,872	27,291	30,511					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

刘泽晶：

赵宇阳：

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。