

## 用友网络(600588)

# 云业务保持三位数增长,云平台将成为未来主要增长点

买入(维持)

2018年5月2日

证券分析师 郝彪

执业证书编号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,344	7,961	10,113	13,140
同比(+/-%)	24.1	25.5	27.0	29.9
净利润(百万元)	389	556	885	1570
同比(+/-%)	97.1	42.8	59.3	77.4
毛利率(%)	71.4	73.3	74.1	76.7
净资产收益率(%)	6.7	9.1	13.5	21.3
摊薄每股收益(元)	0.20	0.29	0.47	0.83
P/E	136	95	60	34
P/B	9.1	8.6	8.1	7.2

**事件:** 公司发布2018年一季报,实现营收10.74亿元,同比增长43.9%;归母净利润亏损1.08亿元,同比减亏35.4%。

### 投资要点:

#### ■ 云业务继续保持三位数增长,净利润大幅扭亏。

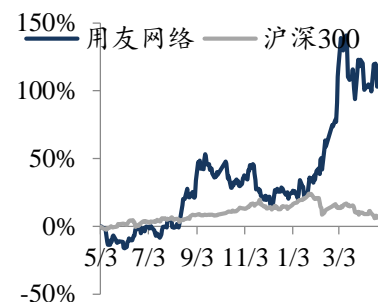
**分业务看,** 1、软件业务: 营收7.02亿,同比增长16%。2、云服务: 营收3.66亿,同比增158.3% (18年Q1云口径有了变化,包含了金融云业务)。其中,云业务进一步细分, a) 云平台 PaaS+应用服务 SaaS+非金融类业务运营 BaaS (这个云业务口径和之前保持一致): 营收0.64亿元,同比增长155.4%; b) 支付服务: 0.23亿元,同比增长32.6%; c) 互联网投融资信息服务: 营收2.8亿元,同比增长180.5%。

**企业客户数:** 截止2018第一季度,公司云服务企业客户数409万,比17年末增长4%多,其中付费客户25.96万,比17年末增长11.2%。

**财务指标:** 18年第一季度归母净利润亏损1.08亿元,同比减亏35.4%;归母扣非净利润亏损1.12亿元,同比减亏32.8%;归母扣非扣股权激励成本的净利润: 亏损4300万,同比减亏73.8%。经营现金流流入13.59亿元,同比增长50.9%,高于营收的10.74亿元;经营现金流净额-5.01亿元,同比缩窄22%;预收账款9.18亿元,比17年末增加7.4%,其中云预收账款1.2亿,17年末9129万,增长31%。研发继续保持高投入,18Q1研发投入2.87亿元,占营收比重26.7%,其中资本化率17.3%。

**■ 云平台将成为公司云业务的主要增长点,基于云平台的SaaS生态化效应显现。** 2017年12月,公司和湖北省经信委签署战略合作协议,合作建设湖北省工业云(用友)平台;2018年4月27日,该平台正式发布并上线运营。根据计划,2018年10000万家企业将通过该平台实现上云,目前已经入驻的湖北企业已达5000家。随着已经签署(江西、湖南、湖北、浙江)和将要签署战略合作协议的省份进一步落地工业互联网平台建设,云平台(尤其是精智)将成为公司未来云业务的主要增长点。除了与省级政府合作建设外,公司还帮助大型企业建立专属云平台,目前已签约鞍钢、深圳特发、大亚圣象、江铜集团、中国振华电子集团等客户。自2017年8月公司发布精智工业互联网平台以来,精智高速增长,2017年收入贡献近7000万。此外,《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》表示,到2020年,支持建设10个左右跨行业、跨领域平台,到2025年形成3-5

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	27.87
一年最低/最高价	10.57/32.84
市净率(倍)	9.48
流通A股市值(百万元)	52,201

### 基础数据

每股净资产(元)	3.97
资产负债率(%)	49.33
总股本(百万股)	1,900
流通A股(百万股)	1,873

### 相关研究

- 1、用友网络: 云业务营收超预期,双重受益工业互联网平台和企业上云加速-20180327
- 2、用友网络: 对标海外转型成功案例,公司有望迎来收入与PS双升-20180204
- 3、用友网络: 战略转型3.0,企业互联网龙头崛起在即-20180130
- 4、用友网络: 携手工商银行全面合作,共筑“企业云服务和金融”新生态-20171126
- 5、用友网络: 多项财务指标验证投入拐点已过,新产品发布推动云业务增长加速-20171030

个具有国际竞争力的工业互联网平台，我们认为用友精智工业互联网平台有望成为其一。PaaS 平台提供商的数量相较于 SaaS 而言大幅减少，良好的竞争格局利于后期规模化发展。随着公司云平台客户数和规模的高速增长，无论是 SaaS 的推广易度还是使用粘性都会大大提高，通过聚焦自有的四大 SaaS 应用（营销、财务、协同、人力）以及聚集大量合作伙伴的应用，SaaS 生态化效应开始显现。

- **对标海外转型成功案例，公司有望迎来收入与 PS 双升。**我们认为 18 年公司云业务占营收比例将超过 10%，作为最有可能成为我国企业 SaaS 龙头的公司，整体 PS 估值合理。参考海外案例，从转型初期到模式得到认可，PS 至少提升一倍以上，转型期 Adobe 的 PS 从 4 倍左右提升到 9 倍左右，Autodesk 从 4 倍提升到 10 倍出头，Adobe 转型成功后 PS 进一步提升到 13 倍左右。目前用友对应 2018 年 PS 6-7 倍，随着国内对公司转型的认可，用友有望进入 PS 的提升期。如果考虑稳定期云业务的净利润率可以达到 25%-30%，那么 10 倍的 PS 对应 33-40 倍左右的 PE，处于合理范围。用友中长期有望迎来 PS 和收入的双升，空间弹性大。继续维持“买入”评级。
- **风险提示：**云业务发展不及预期。

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>7279.3</b>	<b>7403.2</b>	<b>8261.9</b>	<b>9667.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>6343.7</b>	<b>7961.0</b>	<b>10112.9</b>	<b>13140.2</b>
现金	4022.1	3300.0	3200.0	3000.0	营业成本	1812.5	2126.6	2616.3	3065.3
应收款项	1856.2	2535.4	3076.7	4091.3	营业税金及附加	94.8	119.4	151.7	197.1
存货	31.8	38.9	47.9	56.1	营业费用	1417.3	1751.4	2224.8	2825.1
其他	1369.1	1528.8	1937.3	2520.3	管理费用	2334.2	2905.8	3640.6	4730.5
<b>非流动资产</b>	<b>6754.7</b>	<b>7542.6</b>	<b>8366.8</b>	<b>8995.3</b>	财务费用	168.9	235.6	247.1	255.5
长期股权投资	1641.8	2378.9	3468.2	4381.5	投资净收益	71.6	61.6	66.6	64.1
固定资产	2419.9	2538.9	2342.0	2125.5	其他	88.6	-150.0	-150.0	-150.0
无形资产	682.3	614.1	545.8	477.6	<b>营业利润</b>	<b>676.2</b>	<b>733.8</b>	<b>1149.0</b>	<b>1980.7</b>
其他	2010.7	2010.7	2010.7	2010.7	营业外净收支	9.6	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>14034.0</b>	<b>14945.7</b>	<b>16628.7</b>	<b>18663.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>685.8</b>	<b>743.8</b>	<b>1159.0</b>	<b>1990.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>6924.8</b>	<b>7487.4</b>	<b>8650.3</b>	<b>9814.8</b>	所得税费用	125.8	126.4	197.0	338.4
短期借款	3641.2	3786.5	3967.7	4045.5	少数股东损益	170.9	61.7	77.0	82.6
应付账款	452.9	538.6	652.1	770.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>389.1</b>	<b>555.6</b>	<b>885.0</b>	<b>1569.7</b>
其他	2830.7	3162.4	4030.5	4999.1					
<b>非流动负债</b>	<b>368.2</b>	<b>390.1</b>	<b>406.1</b>	<b>425.0</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>7293.0</b>	<b>7877.5</b>	<b>9056.4</b>	<b>10239.8</b>	摊薄每股收益(元)	0.20	0.29	0.47	0.83
少数股东权益	891.9	941.3	1002.8	1068.9	每股净资产(元)	3.08	3.23	3.46	3.87
归属母公司股东权益	5849.2	6127.0	6569.5	7354.3	发行在外股份(百万股)	1464.3	1899.6	1899.6	1899.6
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14034.0</b>	<b>14945.7</b>	<b>16628.7</b>	<b>18663.1</b>	ROE(%)	6.7%	9.1%	13.5%	21.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	71.4%	73.3%	74.1%	76.7%
经营活动现金流	1430.3	367.4	1471.2	1634.0	销售净利率(%)	8.8%	7.8%	9.5%	12.6%
投资活动现金流	-2740.4	-957.0	-1309.9	-1126.9	资产负债率(%)	52.0%	52.7%	54.5%	54.9%
筹资活动现金流	569.3	-132.5	-261.3	-707.0	收入增长率(%)	24.1%	25.5%	27.0%	29.9%
现金净增加额	-744.0	-722.1	-100.0	-200.0	净利润增长率(%)	97.1%	42.8%	59.3%	77.4%

数据来源: Wind, 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>