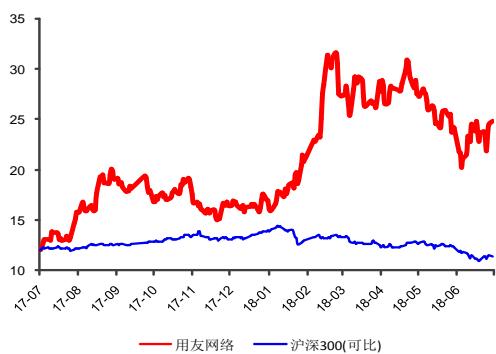


用友网络 (600588) : 云业务落地超预期, 中报业绩扭亏为盈
审慎推荐(首次)
计算机
当前股价: 27.38 元
报告日期: 2018 年 7 月 17 日
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,344	8,570	11,050	13,394
(+/-)	24.1%	35.1%	28.9%	21.2%
营业利润	676	971	1,206	1,399
(+/-)	n. a.	43.7%	24.1%	16.1%
归属母公司				
净利润	389	628	819	985
(+/-)	97.1%	61.5%	30.4%	20.1%
EPS (元)	0.27	0.33	0.43	0.52
市盈率	103.0	82.8	63.5	52.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	189.959 / 187.335
流通市值 (亿元)	512.9
每股净资产 (元)	2.95
资产负债率 (%)	46.2

股价表现 (最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部
分析师: 徐鹏
执业证书编号: S1050516020001
电话: 021-54967573
邮箱: xupeng@cfsc.com.cn

事件: 2018 年 7 月 13 日, 用友网络公布 2018 年上半年业绩预告, 预计 2018 年上半年实现归属于上市公司股东净利润与上年同期相比, 将实现扭亏为盈, 实现归属于上市公司股东净利润 1 亿-1.3 亿元, 扣非后归母净利润 0.8 亿-1.1 亿元。

●用友 3.0 战略成效初显, 业绩同比扭亏、增长超预期。公司预计 2018 年上半年营收增长率超过 35%, 高于市场预期。实现归母净利润 1 亿-1.3 亿元, 相比去年同期亏损 6377 万元的业绩, 实现近四年首次扭亏为盈, 归母净利润提升 1.64 亿-1.94 亿元。用友 3.0 战略专注于 To B 市场, 致力于为企业提供云服务, 从结果看, 公司战略成效初显。公司业绩预增的原因:1) 云服务规模化发展, 促进软件业务 ARPU 增长, 金融业务齐头并进。2) 公司通过优化人员结构、控制成本等措施, 控制三费增长, 从而使得利润增速快于营收增速, 利润增速进一步加快。

●政府推动+公司前期投入转化, SaaS 业务落地速度加快。1) 百万企业上云推进各地政府与云服务商积极合作, 从而推动各地企业上云速度骤增。公司作为国内企业级云服务龙头将率先获益。2) SaaS 市场侧重于应用能力建设, 用友凭借多年的行业积累和客户基础, 提供以客户交易场景为核心的数字化企业服务, 成为国内公有云 SaaS 市占率第一的公司。据艾瑞咨询统计, 2017 年我国 SaaS 软件市场规模达到 142 亿元, 同比增长 34.5%。2018 年国内企业级 SaaS 市场规模预计将超过 200 亿元。公司将充分受益于国内 SaaS 市场的快速发展和广阔空间。

●U8 Cloud+“精智”精准布局, 推动公司业绩可持续增长。1) U8 cloud 是用友面向中小型和成长型企业的一款云 ERP, 旨在帮助企业增长收入、降低成本及提高效率。根据工商局的统计, 2015 年末全国工商登记中小企业超过 2000 万家, 国内规模以上中小工业企业 36.5 万家, 占规模以上工业企业数量的 97.4%, 从企业数量来看, 云 ERP 产品 U8 cloud 的市场空间广阔。同时用友人均单产通过云 ERP 的转化, 从 2015 年的 34.6 万提高到 2017 年的 41.7 万, 人均单产边际效应增加。2) 工信部于 6 月发布工业互联网三年行动计划, 指出到 2020 年底, 初步建成工业互联网基础设施和产业体系, 并遴选出 10 家跨领域跨行业的工业互联网平台。用友“精智”工业互联网平台是面向工业企业的数字化云平台, 公司将凭借自身在云服务上面的优势, 借助“精智”工业互联网平台协助各个省市发展工业互联网。目前公司已与上海、浙江、湖北、湖南、江西等地



签订战略合作协议，同时委派相关人员到工业互联网产业联盟任职。因此用友“精智”有望入选跨领域跨行业工业互联网平台，为公司业绩长期增长奠定基础。

● **盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年归属于上市公司股东净利润分别为 6.28、8.19 和 9.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.43 和 0.52 元，现价对应 2018-2020 年 PE 分别为 82.8、63.5 和 52.8 倍。我们看好用友网络 3.0 战略，它将使得云与软件业务产生一加一大于二的效应，看好国内企业未来一段时间内上云的迫切需求，同时作为国内企业信息化服务龙头，用友网络应该享有一定的估值溢价。我们首次给予“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**(1) 工业互联网政策落地不及预期；(2) 公司新业务发展不确定性；(3) 传统软件业务发展不及预期；(4) 中美贸易战影响。

公司盈利预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产:									
货币资金	4,022	6,254	6,816	7,773	营业收入	6,344	8,570	11,050	13,394
应收账款	1,856	2,500	3,162	3,832	营业成本	1,812	1,899	2,557	3,200
存货	32	26	36	44	营业税金及附加	95	95	95	95
其他流动资产	1,369	1,369	1,369	1,369	销售费用	1,417	1,885	2,376	2,853
流动资产合计	7,279	10,150	11,382	13,018	管理费用	2,334	3,197	4,111	4,983
非流动资产:									
可供出售金融资产	764	764	764	764	财务费用	169	190	256	304
固定资产+在建工程	2,420	2,873	3,383	3,960	费用合计	3,920	5,272	6,743	8,140
无形资产+商誉	1,658	1,658	1,658	1,658	资产减值损失	299	404	521	632
其他非流动资产	1,912	1,912	1,912	1,912	公允价值变动	0	0	0	0
非流动资产合计	6,755	7,208	7,718	8,295	投资收益	72	72	72	72
资产总计	14,034	17,357	19,100	21,313	营业利润	676	971	1,206	1,399
流动负债:									
短期借款	3,450	6,000	6,800	8,000	加: 营业外收入	18	18	19	19
应付账款、票据	453	559	746	933	减: 营业外支出	8	9	9	9
其他流动负债	3,022	3,022	3,022	3,022	利润总额	686	981	1,215	1,409
流动负债合计	6,925	9,581	10,568	11,955	所得税费用	126	181	225	254
非流动负债:									
长期借款	305	360	440	520	净利润	560	799	990	1,155
其他非流动负债	63	63	63	63	少数股东损益	171	171	171	171
非流动负债合计	368	423	503	583	归母净利润	389	628	819	985
负债合计	7,293	10,004	11,071	12,538					
所有者权益									
股本	1,464	1,900	1,900	1,900					
资本公积金	2,219	1,791	1,791	1,791					
未分配利润	1,495	2,020	2,597	3,227					
少数股东权益	892	892	892	892					
所有者权益合计	6,741	7,353	8,029	8,775					
负债和所有者权益	14,034	17,357	19,100	21,313					
现金流量表(百万元)									
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	560	799	990	1155					
折旧与摊销	213	147	170	203					
财务费用	201	190	256	304					
存货的减少	3	5	-9	-9					
营运资本变化	12	-537	-475	-483					
其他非现金部分	441	0	0	0					
经营活动现金净流量	1430	604	932	1171					
投资活动现金净流量	-2740	-600	-680	-780					
筹资活动现金净流量	569	2228	309	566					
现金流量净额	-744	2,232	561	957					
主要财务指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
成长性									
营业收入增长率		24.1%	35.1%	28.9%					
营业利润增长率		-1416.0%	43.7%	24.1%					
归母净利润增长率		97.1%	61.5%	30.4%					
总资产增长率		15.5%	23.7%	10.0%					
盈利能力									
毛利率		71.4%	77.8%	76.9%					
营业利润率		10.7%	11.3%	10.9%					
三项费用/营收		61.8%	61.5%	61.0%					
EBIT/销售收入		7.3%	14.4%	14.1%					
净利润率		8.8%	9.3%	9.0%					
ROE		8.3%	10.9%	12.3%					
营运能力									
总资产周转率		45.2%	49.4%	57.9%					
资产负债率		52.0%	57.6%	58.0%					
资产结构									
经营净现金流/净利润		2.55	0.76	0.94					
现金流质量									
每股数据(元/股)									
每股收益		0.27	0.33	0.43					
每股净资产		4.60	3.87	4.23					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限公司投资评级说明

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。



免责条款

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提供。

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>