

收入继续高增长，三季度单季实现盈利 买入（维持）

2018 年 10 月 17 日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,344	8,311	10,672	13,592
同比（%）	24.1%	31.0%	28.4%	27.4%
归母净利润（百万元）	389	647	1,022	1,547
同比（%）	97.1%	66.3%	58.0%	51.4%
每股收益（元/股）	0.20	0.34	0.53	0.81
P/E（倍）	111.53	67.06	42.44	28.04

事件：公司发布前三季度业绩预盈公告，实现归母净利润 1.4-1.55 亿元，去年同期亏损 2.6 亿元；预计营业收入增长率超过 35%。

投资要点

■ **收入增速打消后周期顾虑，投入拐点已过三季度单季实现盈利：**公司前三季度收入增长超过 35%，延续上半年的良好态势，高于市场目前对公司全年收入增速的一致预测，我们判断其中软件和云业务的增速较上半年进一步提升，有效打消市场对后周期性的顾虑。本轮 ERP 行业的信息化投入主要是技术升级和业务升级驱动，而非经济周期驱动，因此具有很强的可持续性。由于新业务的投入，2015-2017 年三季度单季分别亏损 2.26、1.75、1.96 亿元，本年度三季度开始实现单季盈利，我们认为一方面是因为收入快速增长，另一方面是因为云业务投入转折点已过，规模效应开始体现，经营成本和费用增长率低于收入增长率。全年看，公司营收有望继续保持较高速增长，净利润有望继续超市场预期。

■ **云业务指标趋势向好，下半年 NCcloud 发布完善企业云产品：**截止 18 年上半年，公司云服务企业数 427.6 万家，较 18Q1 末增长 4.5%；付费客户 29.06 万家，较 18Q1 末增长 11.9%。同时，综合型、融合化、生态式的云发展战略使得公司云客户单价提升明显，未来提升空间仍较大。今年下半年，公司发布针对大型企业的云产品 NCcloud，目标客户群是从成长型集团到超大型集团企业，帮助它们进行业务创新和管理变革，实现数字化转型，同时实现高端领域的国产替代。至此公司针对大/中/小企业的云产品将齐全，再次体现综合化的云发展战略。

■ **腾讯调整架构拥抱产业互联网，应用层 PaaS 成必争之地，用友的平台战略卡位价值尚待市场认识：**腾讯正式启动新一轮整体战略升级，新成立云与智慧产业事业群(CSIG)。腾讯 CEO 马化腾表示，此次主动革新是腾讯迈向下一个 20 年的新起点，互联网的下半场属于产业互联网，上半场腾讯通过连接为用户提供优质的服务，下半场将助力产业与消费者形成更具开放性的新型连接生态。应用层的 PaaS 未来居于产业互联网生态的核心，是新进入产业互联网的 C 端巨头的必争之地。用友一开始就定位产业生态共享平台，提供 3+2 核心价值：技术中台、数据中台、业务中台，提供混合云服务和生态服务，战略卡位价值尚待市场认识。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020 年净利润分别为 6.47、10.22、15.47 亿元，对应 PE 分别为 67/42/28 倍。作为云领域龙头公司，估值切换行情有望逐步展开。采用分部估值，我们预计 2019 年云业务收入有望达到 18 亿，按照 15 倍 PS 给予 270 亿市值，传统软件和金融业务按照 PE 法给予 500 亿市值，合计对应 770 亿市值。但分部估值法忽略了公司生态战略下各业务的协同效应。对标海外公司，转型得到市场认可后可整体给予 10 倍以上 PS，公司当前 PS 仅 5.2 倍，维持买入评级。

■ **风险提示：**各省市上云支持落地不及预期；中小企业发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.65
一年最低/最高价	14.66/32.84
市净率(倍)	7.47
流通 A 股市值(百万元)	43040.38

基础数据

每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	51.40
总股本(百万股)	1915.90
流通 A 股(百万股)	1900.24

相关研究

- 1、《用友网络 (600588)：中报大幅扭亏为盈，软件+云业务增长加速》2018-08-12
- 2、《用友网络 (600588)：中报实现盈利，软件+云业务收入环比增长呈加速态势》2018-07-13
- 3、《用友网络：云业务保持三位数增长，云平台将成为未来主要增长点》2018-05-03

用友网络三大财务预测表

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	7,279	6,525	6,913	9,854	营业收入	6,344	8,311	10,672	13,592
现金	4,022	1,919	2,441	3,049	减:营业成本	1,812	2,390	2,913	3,506
应收账款	1,495	3,509	2,882	5,118	营业税金及附加	95	122	161	200
存货	32	44	53	66	营业费用	1,417	1,828	2,295	2,718
其他流动资产	1,730	1,053	1,536	1,621	管理费用	2,334	2,992	3,735	4,621
非流动资产	6,755	7,354	8,568	10,016	财务费用	169	208	244	333
长期股权投资	1,642	1,935	2,235	2,652	资产减值损失	299	0	0	0
固定资产	2,098	2,643	3,322	4,192	加:投资净收益	72	82	97	75
在建工程	322	455	591	714	其他收益	0	-0	-1	-0
无形资产	838	861	877	888	营业利润	676	853	1,420	2,288
其他非流动资产	1,855	1,461	1,544	1,569	加:营业外净收支	10	9	8	7
资产总计	14,034	13,879	15,481	19,870	利润总额	686	862	1,429	2,295
流动负债	6,925	6,237	6,950	9,711	减:所得税费用	126	103	189	350
短期借款	3,450	2,972	2,633	5,077	少数股东损益	171	111	217	398
应付账款	453	728	786	1,024	归属母公司净利润	389	647	1,022	1,547
其他流动负债	3,022	2,537	3,531	3,610	EBIT	794	978	1,544	2,457
非流动负债	368	350	349	324	EBITDA	1,007	1,189	1,786	2,758
长期借款	305	320	315	285					
其他非流动负债	63	29	34	40	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	7,293	6,586	7,299	10,036	每股收益(元)	0.20	0.34	0.53	0.81
少数股东权益	892	1,003	1,220	1,618	每股净资产(元)	3.05	3.28	3.63	4.29
					发行在外股份(百万股)	1464	1916	1916	1916
归属母公司股东权益	5,849	6,289	6,962	8,216	ROIC(%)	6.6%	8.9%	13.3%	15.2%
负债和股东权益	14,034	13,879	15,481	19,870	ROE(%)	8.3%	10.4%	15.1%	19.8%
					毛利率(%)	71.4%	71.2%	72.7%	74.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	6.1%	7.8%	9.6%	11.4%
经营活动现金流	1,430	-346	2,800	473	资产负债率(%)	52.0%	47.5%	47.1%	50.5%
投资活动现金流	-2,740	-752	-1,361	-1,674	收入增长率(%)	24.1%	31.0%	28.4%	27.4%
筹资活动现金流	569	-1,995	-385	-454	净利润增长率(%)	97.1%	66.3%	58.0%	51.4%
现金净增加额	-744	-3,093	1,054	-1,655	P/E	111.53	67.06	42.44	28.04
折旧和摊销	213	212	242	301	P/B	7.42	6.90	6.23	5.28
资本开支	454	716	828	1,000	EV/EBITDA	43.92	38.55	25.33	17.21
营运资本变动	15	-1,436	1,171	-2,031					

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>