

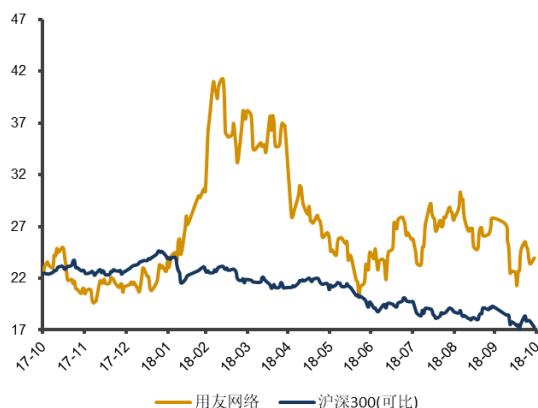
2018 年 10 月 30 日

用友网络 (600588): 三费大幅改善, 云服务保持高速增长
审慎推荐 (维持)
计算机
当前股价: 23.96 元
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,344	8,377	10,667	13,486
(+/-)	24.1%	32.1%	27.3%	26.4%
营业利润	676	1,004	1,322	1,693
(+/-)	-1416.0	48.5%	31.6%	28.1%
归属母公	389	655	915	1,226
净利润				
(+/-)	97.1%	68.5%	39.6%	34.0%
EPS (元)	0.20	0.34	0.48	0.64
市盈率	118.0	70.0	50.2	37.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	191590 / 190024
流通市值 (亿元)	455.3
每股净资产 (元)	3.20
资产负债率 (%)	47.9

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

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: 2018 年前三季度, 公司营收 45.48 亿元, 同比增长 38.8%; 归母净利润 1.51 亿元, 去年同期亏损 2.60 亿元; 扣非归母净利润 1.27 亿元, 去年同期亏损 3.18 亿元。公司前三季度业绩接近指引区间上限。分季度来看, 2018Q3, 公司营收 15.42 亿元, 同比增长 42.4%; 归母净利润 0.27 亿元, 同比扭亏为盈。

投资要点:

- **三季报表现强势, 营收增长超预期。** 公司前三季度营收 45.48 亿元, 同比增长 38.8%, 超出市场预期。分业务来看, 云服务 (非金融云) 收入 3.48 亿元, 同比增长 186%; 软件收入 32.24 亿元, 同比增长 19.2%; 金融 (含金融云) 收入 9.76 亿元, 同比增长 117%。云服务与金融业务高速增长, 带动公司营收超预期。

- **研发投入加快, 期间费用率大幅改善。** 公司前三季度累计研发投入 9.75 亿元, 同比增长 14.7%, 研发投入占营收的比例为 21.4%。其中云业务研发投入 5.26 亿元, 占全部研发投入的 54%。经营活动现金流量净额为 -1.21 亿元, 较去年同期 -5.31 亿元, 改善明显。公司三费控制良好, 销售费用率、管理费用率、财务费用率相较于去年同期, 分别下降 4.97、25.91、3.25 个百分点。三费控制大幅改善, 是公司同比扭亏为盈的关键。

- **云服务进入爆发期, 客户续约率稳步提高。** 公司云服务各项业务齐头并进: PaaS 收入 0.95 亿元, 同比增长 233.2%; SaaS 收入 1.81 亿元, 同比增长 210.9%; BaaS 收入 0.68 亿元, 同比增长 96.0%; DaaS 收入 327 万元, 同比增长 100%。公司云业务累计注册客户数达到 446 万家, 同比增长 19.48%; 累计付费客户 32.45 万家, 其中大中付费客户 6.2 万家, 同比增长 24%, 是公司云业务收入的主要来源; 小微企业付费客户 10.3 万家, 同比增长 41%, 长尾客户增长明显。公司客户续约率稳步提升: 大中企业云服务续约率达到 60%; 小微企业云服务续约率为 53%。

- **围绕云平台业务, 推动企业数字化转型。** 公司围绕云平台为各行业各领域的企业和公共组织提供 PaaS+SaaS+BaaS+DaaS 服务。具体包括: 1) 公司发布 iuap PaaS 基础平台 3.5.1、

iuap 开发+应用平台 3.5.2 等产品，提供了统一的数字化工作台和数字企业建模服务，连接第三方应用与生态伙伴。2) 用友云平台在中广核、中国建筑等央企完成上线，签约三一重工、绿城、澳洋、南通化纤、华新丽华等大型标杆客户。3) 用友精智工业云平台积极推动工业企业数字化转型，加强与地方政府合作，推动和支撑各地工业企业上云。公司与贵州省经信委、重庆市经信委、浙江宁波市经信委等签署战略合作；同时，公司入围四川、天津、江西三个地方云服务提供商资源池目录。

● **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 6.55、9.15 和 12.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.48 和 0.64 元，现价对应 2018-2020 年 PE 分别为 70.0、50.2 和 37.4 倍。考虑到公司公有云 SaaS 龙头地位，云业务增长超预期，各项费用控制良好，看好公司长期发展。维持公司“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**云服务增速不及预期；金融业务发生风险；系统性风险。

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:					营业收入	6,344	8,377	10,667	13,486
货币资金	4,022	4,667	5,650	6,968	营业成本	1,812	1,878	2,506	3,224
应收款	1,856	2,443	3,052	3,858	营业税金及附加	95	95	95	95
存货	32	26	35	45	销售费用	1,417	1,843	2,272	2,872
其他流动资产	1,369	1,369	1,369	1,369	管理费用	2,334	3,075	3,840	4,787
流动资产合计	7,279	8,506	10,106	12,240	财务费用	169	160	200	250
非流动资产:					费用合计	3,920	5,077	6,312	7,910
可供出售金融资产	764	764	764	764	资产减值损失	299	395	503	636
固定资产+在建工程	2,420	2,873	3,383	3,960	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	1,658	1,658	1,658	1,658	投资收益	72	72	72	72
其他非流动资产	1,912	1,912	1,912	1,912	营业利润	676	1,004	1,322	1,693
非流动资产合计	6,755	7,208	7,718	8,295	加: 营业外收入	18	18	19	19
资产总计	14,034	15,713	17,824	20,535	减: 营业外支出	8	8	8	8
流动负债:					利润总额	686	1,014	1,332	1,703
短期借款	3,450	4,400	5,500	7,000	所得税费用	126	188	246	307
应付账款、票据	453	496	668	860	净利润	560	826	1,086	1,397
其他流动负债	3,022	3,022	3,022	3,022	少数股东损益	171	171	171	171
流动负债合计	6,925	7,917	9,190	10,882	归母净利润	389	655	915	1,226
非流动负债:									
长期借款	305	360	440	520	主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	63	63	63	63	成长性				
非流动负债合计	368	423	503	583	营业收入增长率	24.1%	32.1%	27.3%	26.4%
负债合计	7,293	8,340	9,693	11,465	营业利润增长率	NA	48.5%	31.6%	28.1%
所有者权益					归母净利润增长率	97.1%	68.5%	39.6%	34.0%
股本	1,464	1,916	1,916	1,916	总资产增长率	15.5%	12.0%	13.4%	15.2%
资本公积金	2,219	1,767	1,767	1,767	盈利能力				
未分配利润	1,495	2,044	2,694	3,493	毛利率	71.4%	77.6%	76.5%	76.1%
少数股东权益	892	892	892	892	营业利润率	10.7%	12.0%	12.4%	12.6%
所有者权益合计	6,741	7,373	8,131	9,070	三项费用/营收	61.8%	60.6%	59.2%	58.7%
负债和所有者权益	14,034	15,713	17,824	20,535	EBIT/销售收入	0.0%	14.7%	15.0%	15.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	净利润率	8.8%	9.9%	10.2%	10.4%
净利润	560	826	1086	1397	ROE	8.3%	11.2%	13.4%	15.4%
折旧与摊销	213	147	170	203	营运能力				
财务费用	201	160	200	250	总资产周转率	45.2%	53.3%	59.8%	65.7%
存货的减少	3	6	-9	-10	资产结构				
营运资本变化	12	-545	-436	-615	资产负债率	52.0%	53.1%	54.4%	55.8%
其他非现金部分	441	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	1430	594	1011	1225	经营净现金流/净利润	2.55	0.72	0.93	0.88
投资活动现金净流量	-2740	-600	-680	-780	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	569	651	652	873	每股收益	0.20	0.34	0.48	0.64
现金流量净额	-744	645	983	1,318	每股净资产	3.05	3.85	4.24	4.73

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>