

2019年03月18日

用友网络（600588.SH）

公司快报

金融改革将助推公司业绩持续高增长

投资要点

◆ **2018年业绩符合预期。**2018年公司收入77亿元，同比增长21.44%；归母净利润为6.12亿元，同比增长57.33%，靠近预增的上限；扣非净利润为5.32亿元，同比增长81.7%，同样在预增的上限附近。EPS为0.32元/股，扣非为0.28元/股，分红预案是10转3派2.5元。Q4收入31.55亿元，同比增长2.85%，环比增长105%；扣非净利润为4.05亿元，同比下滑33.86%，环比增长16.58倍。驱动业绩增长的是技术服务与培训，收入增长32.64%，毛利增长37%，毛利率提高1.7个百分点，收入占比60%，毛利占比46%。我们关注的云服务增长108%，支付服务增长81.8%，互联网投融资增长51.8%。用友云注册用户达到467.21万家，累计付费企业用户数为36.19万家，增长55%。而传统的软件产品收入及毛利增速仅为个位数。研发投入继续保持两位数增长，达到14.86亿元，占收入比例为19.29%，近4年来占比维持在20%附近；其中，有13亿元是费用化，是净利润的2倍多。

◆ **云化趋势加快。**2018年云服务收入20.94亿元，占比27.2%；2017年云服务12.2亿元（含金融服务），占比19.23%。占比提高了8个百分点。另外，我们看到累计付费用户数占注册用户数为7.7%；未来还有较大的提高空间。云服务的持续高增长，有望推动公司未来业绩持续增长。公司对未来决策也是加力加速云服务业务，以场景化、数字化为重点，聚焦发展云服务产品。

◆ **工业互联网领域先发优势明显，政企两端获客领先优势明显。**政府端客户与7个省份和多个城市建立了战略合作关系，并入选多个省份和城市的云服务提供商资源池目录，有望受益企业上云政策。企业端大型企业居多，如三一重工、绿城、澳洋、南通化纤、华新丽华等。公司提供了针对不同客户的产品系列，并提供全方位的营销方案，涉及工业、政务、建筑、医疗等多个行业，未来会继续拓宽不同行业方向。2018年入选工信部工业互联网创新发展工程项目和工业互联网实验测试项目，工业互联网地位不断提升。

◆ **投资建议：**我们预计2018-2020年EPS分别为0.43、0.57、0.69元/股，年复合增速为27.3%。ROE为12.2%、15.2%、17.6%。企业上云是大趋势，也是政策鼓励的，预计未来几年企业上云进度加快，公司云业务继续维持高增长，给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**资本市场景气度下降影响行业IT需求；强监管保持高压；银行系资管公司审批进度低于预期；以及其他准入资格的限制等。

计算机 | 基础软件及套装软件 III

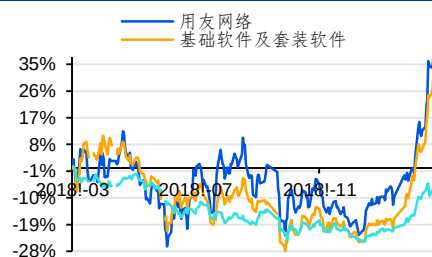
 投资评级 **增持-A(维持)**

股价(2019-03-15) 33.34元

交易数据

总市值（百万元）	63,928.85
流通市值（百万元）	63,403.48
总股本（百万股）	1,917.48
流通股本（百万股）	1,901.72
12个月价格区间	19.91/40.38元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.75	28.02	28.38
绝对收益	24.4	44.52	20.79

分析师

谭志勇
 SAC执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20377198

报告联系人

陈南荣
 chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

用友网络：收入持续增长，费用控制带动利润回升 2018-10-28

用友网络：云业务表现靓丽，政策助推 3.0 战略 2018-08-15

用友网络：软件+云服务+互联网金融，三大核心业务助力转型升级 2017-03-20

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,343.7	7,703.5	9,382.1	11,539.0	14,366.1
同比增长(%)	24.1%	21.4%	21.8%	23.0%	24.5%
营业利润(百万元)	676.2	943.1	1,331.4	1,630.2	1,966.1
同比增长(%)	-1416.0%	39.5%	41.2%	22.4%	20.6%
净利润(百万元)	389.1	612.1	831.3	1,089.7	1,314.2
同比增长(%)	97.1%	57.3%	35.8%	31.1%	20.6%
每股收益(元)	0.20	0.32	0.43	0.57	0.69
PE	164.3	104.4	76.9	58.7	48.6
PB	10.9	9.7	9.4	8.9	8.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,343.7	7,703.5	9,382.1	11,539.0	14,366.1
减:营业成本	1,812.5	2,314.8	2,986.3	3,856.3	4,990.8
营业税费	94.8	110.3	137.0	168.5	209.7
销售费用	1,417.3	1,648.8	1,949.6	2,397.8	2,985.3
管理费用	2,334.2	1,464.9	2,618.5	3,123.6	3,848.7
财务费用	168.9	109.6	165.6	169.0	171.9
资产减值损失	299.2	294.1	294.1	294.1	294.1
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	71.6	100.6	100.6	100.6	100.6
营业利润	676.2	943.1	1,331.4	1,630.2	1,966.1
加:营业外净收支	9.6	7.2	-	-	-
利润总额	685.8	950.3	1,331.4	1,630.2	1,966.1
减:所得税	125.8	140.1	199.7	244.5	294.9
净利润	389.1	612.1	831.3	1,089.7	1,314.2

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,022.1	5,530.8	6,736.0	8,284.6	10,314.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,732.2	1,389.9	3,688.7	2,064.6	4,856.1
应收票据	123.9	115.3	154.7	193.9	237.3
预付帐款	57.7	65.6	104.9	113.6	164.3
存货	31.8	21.8	74.1	44.1	98.9
其他流动资产	1,311.5	1,216.6	1,177.6	1,235.3	1,209.8
可供出售金融资产	764.1	677.1	636.0	692.4	668.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,641.8	1,702.9	1,702.9	1,702.9	1,702.9
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,097.8	2,073.2	1,965.6	1,858.0	1,750.5
在建工程	322.2	446.1	446.1	446.1	446.1
无形资产	682.3	875.9	741.9	607.9	474.0
其他非流动资产	1,246.6	1,105.6	1,136.4	1,128.0	1,113.3
资产总额	14,034.0	15,220.9	18,565.1	18,371.5	23,035.9
短期债务	3,450.0	3,156.4	3,926.3	4,756.5	5,940.8
应付帐款	1,097.8	455.6	2,461.8	1,172.4	3,137.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	2,377.0	3,736.1	3,305.7	3,531.6	4,392.5
长期借款	305.1	171.7	633.6	-	-
其他非流动负债	63.0	49.1	55.0	55.7	53.3
负债总额	7,293.0	7,568.9	10,382.4	9,516.2	13,523.5
少数股东权益	891.9	1,081.3	1,381.7	1,677.7	2,034.7
股本	1,464.2	1,917.8	1,917.5	1,917.5	1,917.5
留存收益	4,439.2	4,733.9	4,883.4	5,260.0	5,560.2
股东权益	6,741.0	7,652.0	8,182.7	8,855.2	9,512.4

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	560.0	810.2	831.3	1,089.7	1,314.2
加:折旧和摊销	213.1	246.5	241.5	241.5	241.5
资产减值准备	299.2	294.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	200.8	119.0	165.6	169.0	171.9
投资损失	-71.6	-100.6	-100.6	-100.6	-100.6
少数股东损益	170.9	198.1	300.5	296.0	357.0
营运资金的变动	-129.7	1,793.4	-836.8	480.8	-69.3
经营活动产生现金流量	1,242.7	3,360.8	601.6	2,176.5	1,914.9
投资活动产生现金流量	1,430.3	2,042.7	601.6	2,176.5	1,914.9
融资活动产生现金流量	-2,740.4	151.6	141.6	44.2	124.5

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	24.1%	21.4%	21.8%	23.0%	24.5%
营业利润增长率	-1416.0	39.5%	41.2%	22.4%	20.6%
净利润增长率	97.1%	57.3%	35.8%	31.1%	20.6%
EBITDA 增长率	240.8%	236.6%	-20.9%	17.4%	16.6%
EBIT 增长率	1747.1	330.9%	-24.0%	20.2%	18.8%
NOPLAT 增长率	3272.5	30.0%	41.8%	20.2%	18.8%
投资资本增长率	46.0%	-15.7%	11.9%	-13.4%	-3.4%
净资产增长率	5.5%	13.5%	6.9%	8.2%	7.4%
盈利能力					
毛利率	71.4%	70.0%	68.2%	66.6%	65.3%
营业利润率	10.7%	12.2%	14.2%	14.1%	13.7%
净利润率	6.1%	7.9%	8.9%	9.4%	9.1%
EBITDA/营业收入	10.3%	28.5%	18.5%	17.7%	16.6%
EBIT/营业收入	7.2%	25.6%	16.0%	15.6%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	52.0%	49.7%	55.9%	51.8%	58.7%
负债权益比	108.2%	98.9%	126.9%	107.5%	142.2%
流动比率	1.05	1.13	1.23	1.26	1.25
速动比率	1.05	1.13	1.22	1.26	1.25
利息保障倍数	2.71	17.98	9.04	10.65	12.44
营运能力					
固定资产周转天数	104	97	77	60	45
流动营业资本周转天数	-3	-29	-31	-20	-21
流动资产周转天数	418	365	389	372	361
应收帐款周转天数	99	73	97	90	87
存货周转天数	2	1	2	2	2
总资产周转天数	743	684	648	576	519
投资资本周转天数	269	243	193	155	113
费用率					
销售费用率	22.3%	21.4%	20.8%	20.8%	20.8%
管理费用率	36.8%	19.0%	27.9%	27.1%	26.8%
财务费用率	2.7%	1.4%	1.8%	1.5%	1.2%
三费/营业收入	61.8%	41.8%	50.5%	49.3%	48.8%
投资回报率					
ROE	6.7%	9.3%	12.2%	15.2%	17.6%
ROA	4.0%	5.3%	6.1%	7.5%	7.3%
ROIC	17.9%	15.9%	26.8%	28.8%	39.5%
分红指标					
DPS(元)	0.11	0.25	0.33	0.40	0.52
分红比率	56.4%	78.3%	77.1%	70.6%	75.3%
股息收益率	0.3%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.20	0.32	0.43	0.57	0.69
BVPS(元)	3.05	3.43	3.55	3.74	3.90
PE(X)	164.3	104.4	76.9	58.7	48.6
PB(X)	10.9	9.7	9.4	8.9	8.5
P/FCF	-406.1	61.9	42.7	31.7	24.1
P/S	10.1	8.3	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA	74.5	28.3	35.9	30.1	25.6
CAGR(%)	35.3%	27.3%	66.7%	35.3%	27.3%
PEG					
ROIC/WACC	4.7	3.8	1.2	1.7	1.8

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn