

2019年07月28日

证券研究报告·公司研究报告

用友网络(600588) 计算机

增持(首次)

当前价: 28.29元

目标价: 32.62元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

云计算核心资产，平台生态加速完善

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司自成立以来经过 30 余年的发展现已成为国内企业信息化服务龙头，形成了软件业务、云业务、金融业务的业务布局。公司在云业务方面进展迅速(17-18 年云业务增速分别为 250%、180%)，在政策氛围良好的环境下，通过重磅云 SaaS 产品及用友云 PaaS 平台等打造用友云生态(2019Q1 聚集生态厂商 3500 家，云产品和服务突破 5500 个)，未来有望成为云业务巨头。
- 云计算大势所趋，国家政策保驾护航。** 云计算已然成为不可阻挡的趋势，根据 Gartner 的预测，全球公有云市场将保持 15% 以上的增速到 2020 年达到 411 亿美元。国内云计算市场发展较晚，但政策支持力度较大，从云计算标准化体系的建设到三年发展行动计划的出台，都为国内云计算的发展营造了良好的政策环境。根据艾瑞咨询数据，2017 年中国云计算市场大约为 693.1 亿元，将维持 30% 左右的增速在 2019 年达到 1182.6 亿元的市场规模。
- 公司打造重磅云产品，云业务发展迅猛。** 公司在云业务研发投入上不遗余力，2018 年研发投入 13 亿元，占营业收入比例为 19.3%，相比国内外同类公司维持在高位水平。在高研发投入下，公司推出 U8 Cloud、NC Cloud、用友云平台、精智工业互联网平台等重磅产品，且分别和上海、江西省、湖北省、浙江省等省市签订了战略合作协议助力当地企业上云。随着众多优质云产品的陆续发布，同时嫁接公司强大成熟的渠道网络，公司云业务有望继续维持快速增长。
- 生态融合战略打造公司中长期成长极。** 公司自提出“用友 3.0 战略”以来，就朝着综合型、融合型和生态型的方向发展，通过布局金融领域并将云产品、软件产品以及金融服务逐步融合为企业客户提供一体化服务；在用友云生态领域，公司致力于打造 PaaS 平台，联合分销、咨询、云市场、云开发、战略等领域的伙伴共同为客户提供优质服务。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33 元、0.43 元、0.56 元，未来三年归母净利润将保持 31.2% 的复合增长率。鉴于公司为国内企业信息化龙头，且在“用友 3.0 战略”的指引下云平台生态逐渐搭建完善，我们长期看好公司发展。分部估值下，我们认为公司 2019 年目标市值为 811 亿元，对应目标价 32.62 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 云业务发展或不及预期；金融政策风险；软件领域竞争加剧。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7703.50	9473.96	11538.09	13837.55
增长率	21.44%	22.98%	21.79%	19.93%
归属母公司净利润(百万元)	612.13	813.22	1066.56	1382.53
增长率	57.33%	32.85%	31.15%	29.63%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.33	0.43	0.56
净资产收益率 ROE	10.59%	12.69%	14.33%	15.88%
PE	115	86	66	51
PB	10.70	9.65	8.58	7.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001

电话: 010-57758600

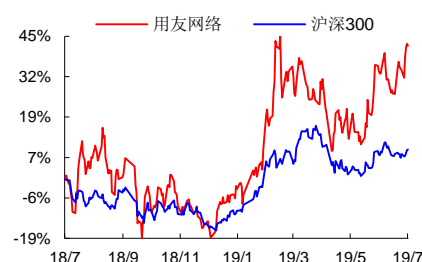
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 朱松

电话: 021-58352031

邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.86
流通 A 股(亿股)	24.66
52 周内股价区间(元)	21.27-37.8
总市值(亿元)	703.33
总资产(亿元)	146.29
每股净资产(元)	3.29

相关研究

目 录

1 公司概况：公司为国内企业信息化龙头	1
2 行业分析：云计算大势所趋，国家政策保驾护航	2
2.1 云计算大势所趋，云业务空间广阔	2
2.2 政策护航，云产业蓬勃发展	4
3 公司分析：云业务快速推进，生态融合优势明显	5
3.1 产品线布局完善，提供企业全生命周期服务	5
3.2 研发高投入打造重磅云产品	6
3.3 生态融合战略打造公司中长期成长极	9
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司 2018 年营收业务结构情况 (百万元)	1
图 2: 公司 2018 年营收业务毛利情况 (百万元)	1
图 3: 公司 2014 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2014 年以来净利润及增速	2
图 5: 云计算的主要优势	2
图 6: 云计算的主要分类	2
图 7: 全球 IT 支出未来几年将持续增长	3
图 8: 全球公有云市场规模预测	3
图 9: 中国云计算发展规模	3
图 10: 公司总体业务布局	5
图 11: 公司 2018 年软件/云/金融业务占比 (亿元)	6
图 12: 公司三块业务的营收体量及增速	6
图 13: 公司近年研发人员数量及占公司人员比例	6
图 14: 公司近年研发费用及占营收比例	6
图 15: 国内外主流云计算公司研发费用率对比	7
图 16: 用友云平台架构图	7
图 17: 公司 NC Cloud 产品架构图	8
图 18: 公司精智工业互联网平台架构图	9
图 19: 公司目前主要的金融业务布局	9
图 20: 公司金融服务与其他业务多点协同	10
图 21: 用友生态伙伴合作图	11
图 22: 云业务营收增速和 PS 估值倍数的关系	13

表 目 录

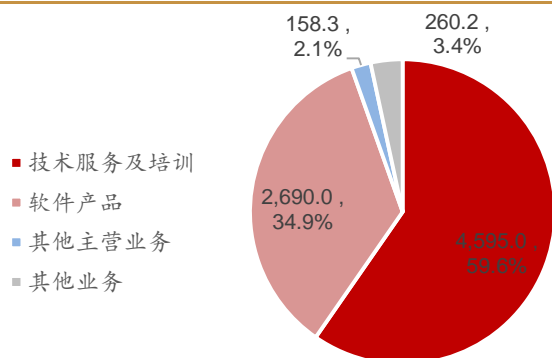
表 1: 近年来云计算支持政策一览	4
表 2: 分业务收入及毛利率	12
表 3: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：公司为国内企业信息化龙头

公司自成立以来就专注于企业信息化服务，于 1988 年推动中国企业会计电算化进程，1998 年推动中国企业管理软件进步，2016 年普及企业互联网化，经过近 30 年的发展，公司现已围绕企业信息化服务形成了软件、云服务及金融服务的业务布局，成为了国内企业信息化服务的领军企业。

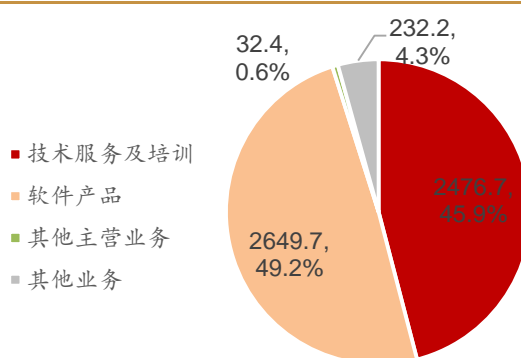
公司主营业务结构：公司的收入主要来源于：技术服务及培训，占比 59.6%，此块业务中不仅包含了企业软件的后续服务也包含了公司的云业务营收和金融服务营收；软件产品，主要包括 ERP 软件及相关的企业信息化软件产品，占比 34.9%；其他主营业务贡献占比较小。从毛利贡献情况来看，技术服务及培训和软件业务占比相当，毛利贡献分别占比 45.9% 和 49.2%，两者合计贡献 95.1%。

图 1：公司 2018 年营收业务结构情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

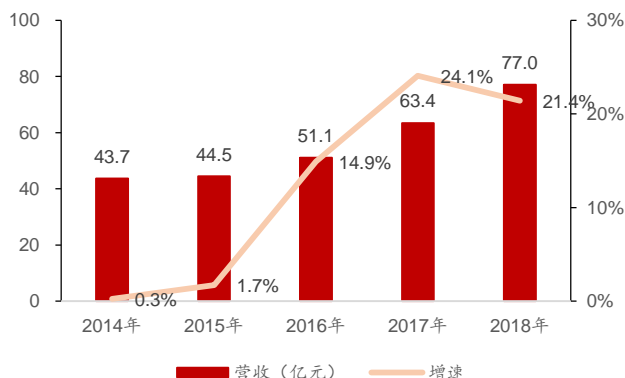
图 2：公司 2018 年营收业务毛利情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

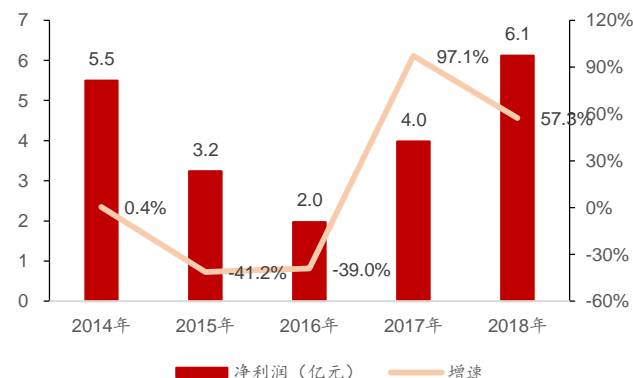
公司业绩状况：公司营收在 2014 年到 2015 年间，由于中国管理类软件市场增速放缓的缘故，增速下降，2014 年、2015 年营收增速分别为 0.3%、1.7%。随着公司“用友 3.0”战略的推动以及云业务的快速发展，公司营收在 2017-2018 年重回增长轨道，2017 年、2018 年分别实现营收 63.4 亿、77 亿，分别同比增长 24.1%、21.4%。对应的，公司的净利润在 2015-2016 年有所承压，分别同比下滑 41.2%、39%（其中，2015 年主要由于公司在云和金融领域的大幅投入所致，2016 年由于投资收益和政府补助有所降低所致），随着公司云业务的顺利推进以及企业服务生态布局逐渐完善，公司 2017-2018 年净利润实现大幅攀升，分别实现 4.0 亿、6.1 亿，分别同比增长 97.1%、57.3%。

图 3：公司 2014 年以来营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司 2014 年以来净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

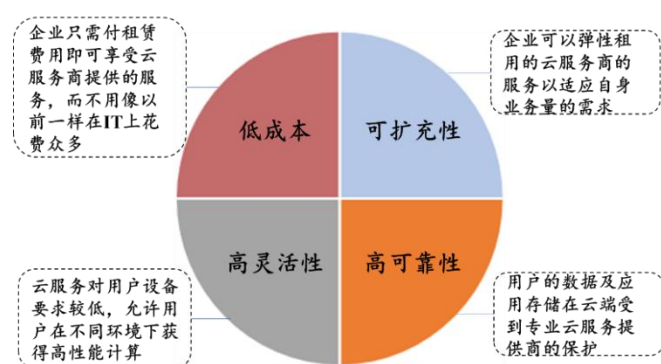
2 行业分析：云计算大势所趋，国家政策保驾护航

2.1 云计算大势所趋，云业务空间广阔

随着互联网和大型数据中心的出现，计算资源有了共享的可能，在此基础上，云计算的概念被提出来并逐渐发展壮大。在云计算发展的过程中，整个产业根据提供的云服务不同而大致被分为基础设施即服务(IaaS)、平台即服务(PaaS)和软件即服务(SaaS)。其中 IaaS 服务主要提供服务器、存储网络等较为底层的服务；PaaS 服务主要提供中间件、操作系统及运行环境等平台性质的服务；SaaS 服务主要提供应用、数据分析管理等方面的服务。

云计算市场之所以能够快速发展壮大主要源于以下几个理由：①降低企业的 IT 成本，企业不再需要在服务器、运维等方面花费较高费用而只需要付租赁费用即可享受云服务商提供的服务；②可扩充性，企业可以弹性租用云服务商的服务以适应自身业务量的需求；③高灵活性，云服务对用户设备要求较低，允许用户在不同环境下获得高性能计算；④高可靠性，用户的数据及应用程序存储在云端受到专业云服务提供商的保护。

图 5：云计算的主要优势



数据来源：中商情报网，西南证券整理

图 6：云计算的主要分类



数据来源：中商情报网，西南证券整理

Gartner 表示全球 IT 支出在 2017 年开始回升, 预计在今后几年中将持续增长 (17 年到 19 年增长率分别为 3.8%、4.5%、2.7%), 到 19 年达到 3.8 万亿美元。其中增长较快的是企业软件, 17 年到 19 年增速均维持在 8% 以上, 主要是因为更多的企业将预算投向云服务。

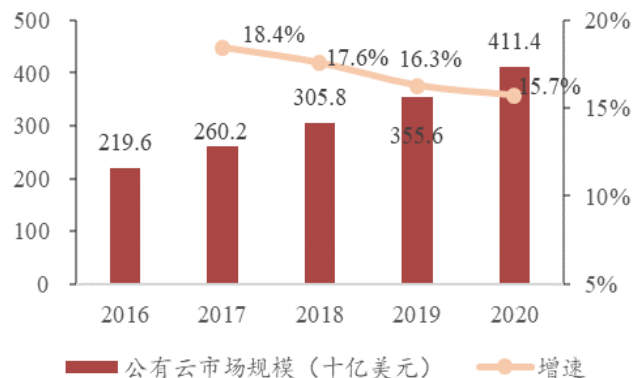
在越来越多的企业上云的浪潮下, Gartner 发布研究报告表示全球云计算市场在 2017 年达到 2601 亿美元 (包括 BPaaS、SaaS、PaaS、IaaS、云管理和安全服务、云广告), 同比增长 18.4%, 未来将保持 15% 以上的增速到 2020 年达到 411.4 亿美元的规模。

图 7: 全球 IT 支出未来几年将持续增长

	十亿美元	数据中心	企业软件	设备	IT 服务	通信服务	整体 IT
2017 年	178	355	667	933	1393	3527	
支出	2018 年	179	389	704	985	1427	3683
	2019 年	179	421	710	1030	1443	3784
2017 年	4.4%	8.9%	5.7%	4.3%	1.3%	3.8%	
增速	2018 年	0.6%	9.5%	5.6%	5.5%	2.4%	4.5%
	2019 年	-0.2%	8.4%	0.9%	4.6%	1.1%	2.7%

数据来源: Gartner, 西南证券整理

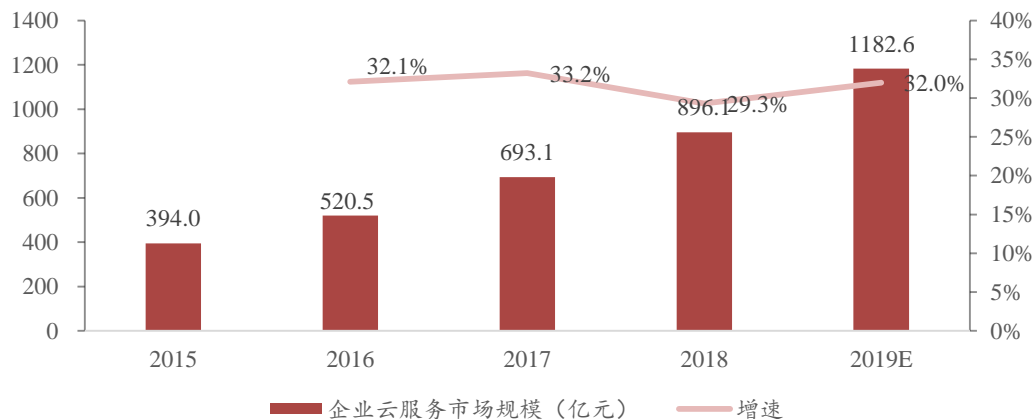
图 8: 全球公有云市场规模预测



数据来源: Gartner, 西南证券整理

放眼国内, 中国的云计算市场由于相比海外发展较晚, 所以在市场规模上有较大的增长空间, 且未来几年将保持高速增长态势。根据艾瑞咨询的研究报告, 2017 年中国云计算市场规模大约为 693.1 亿元, 未来将维持 30% 左右的增速在 2019 年达到 1182.6 亿元的市场规模。

图 9: 中国云计算发展规模



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

2.2 政策护航，云产业蓬勃发展

云计算产业由于资源集约化效应（可以将基础的 IT 资源的利用效率有效提升）而受到重视，全球各国均出台了对应的支持政策推动产业发展。国际方面，2018 年 10 月起，美国政府重新制定“云敏捷”战略，专注于为联邦政府机构按需提供更好的信息化决策，让各级政府采用更优化的云技术方案；加拿大和智利政府同年颁布《云优先》行政策略，明确各级政府优先考虑使用云服务。

相比之下，虽然国内的云计算产业起步较晚，但国家也出台了很多的配套政策为产业发展营造良好的政策氛围。其中，2016 年 7 月发布的《国家信息化发展战略纲要》明确将云计算提升到了国家信息化产业的核心地位；2017 年 3 月发布的《云计算发展三年行动计划（2017-2019）》则更是明确了国内云产业进程的时间节点和目标。除了自上而下的产业政策，各省市政府也都针对性地结合当地具体情况出台了相应的优惠政策，有的提供上云补贴，有的则提供上云优惠券。

表 1：近年来云计算支持政策一览

时间	政策名称	主要内容
2012 年 9 月	《中国云科技发展十事五项专项规划》	详细规划了十二五期间云计算的发展目标、任务和保障措施。
2015 年 1 月	《国家关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	到 2020 年，云计算应用基本普及，云计算服务能力达到国际先进水平，掌握云计算关键技术，形成具有较强国际竞争力的云计算骨干企业。
2015 年 5 月	《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》	高度重视并增强风险意识、责任意识，切实加强采购和使用云计算服务过程中的网络安全管理。
2015 年 7 月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	提出要实施云计算工程，大力提升公共云服务能力，引导行业信息化应用向云计算平台迁移，加快内容分发网络建设，优化数据中心布局。
2015 年 8 月	《促进大数据发展行动纲要》	运用云计算技术与各行各业深度融合，构建数据中心体系；促进云计算技术在制造业全产业链集成运用，推动制造模式变革和工业转型升级。
2015 年 11 月	《云计算综合标准化体系建设指南》	指出了由云基础、云资源、云服务和云安全 4 个部分组成的云计算综合标准化体系框架。
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》	明确云计算作为国家信息化发展战略中的核心地位。
2017 年 3 月	《云计算发展三年行动计划（2017-2019）》	引导软件企业开发分类 SAAS 应用，积极培育新业态模式，加快面向云计算的转型升级。支持骨干企业构建产业生态体系，加快做大做强步伐
2017 年 11 月	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	到 2025 年，重点工业行业实现网络化制造，培育百万工业 APP,实现百万家企业上云，形成建平台和用平台双向迭代、互促共进的制造业新生态。
2018 年 7 月	《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	提出到 2020 年行业企业上云意识和积极性明显提高，上云比例和应用深度显著提升，全国新增上云 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上。
2018 年 7 月	《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》	推动中小企业业务向云端迁移，到 2020 年，实现中小企业应用云服务快速形成信息化能力，形成 100 个企业上云典型应用案例。

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 公司分析：云业务快速推进，生态融合优势明显

3.1 产品线布局完善，提供企业全生命周期服务

公司业务布局完善，覆盖了企业信息化的全生命周期。从业务布局来看，公司主要业务为软件、云服务和金融服务。在软件方面，公司主要分别为大型、中型和小型企业提供软件产品，同时提供制造业、烟草、汽车、金融等行业解决方案；在云服务方面，公司一开始为企业财务、人力等单个领域的云服务，经过几年的积累已于 2017 年推出了“U8 Cloud”、“用友云平台”、“精智”互联网工业平台等重磅产品，同时与浙江、江西、湖北、湖南等省政府分别合作建设省级云平台；在金融服务方面，公司通过民太安保险、中关村银行、畅捷通支付以及友金所为企业提供支付结算、理财、风险管理、供应链金融等综合金融服务。

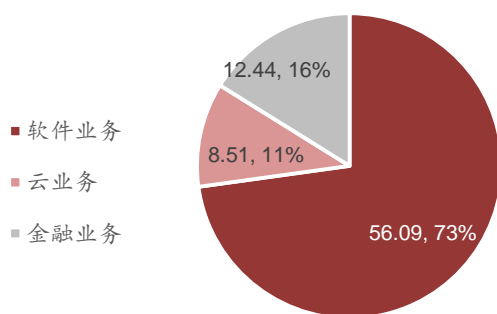
图 10：公司总体业务布局



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

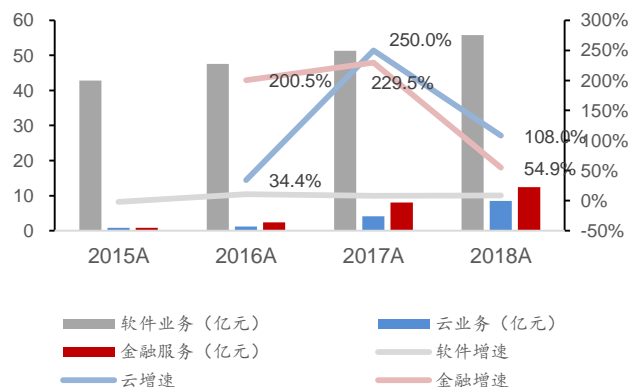
分业务来看，公司目前主要的营收来自于传统的软件业务，云服务和金融服务业务占比相对较低，但增速较快。根据 2018 年年报，公司来自软件业务营收为 56.1 亿元，占总体营收比重为 73%，云业务和金融业务营收分别为 8.5、12.4 亿元，占比分别为 11%、16%。从增速上来看，2018 年公司软件业务稳定增长，相比之下云和金融业务的增速较快，分别达到 108%、54.9%。未来随着金融服务和公司业务的进一步融合以及云市场的进一步扩大，云、金两块业务有望保持高速增长。

图 11: 公司 2018 年软件/云/金融业务占比 (亿元)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 公司三块业务的营收体量及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

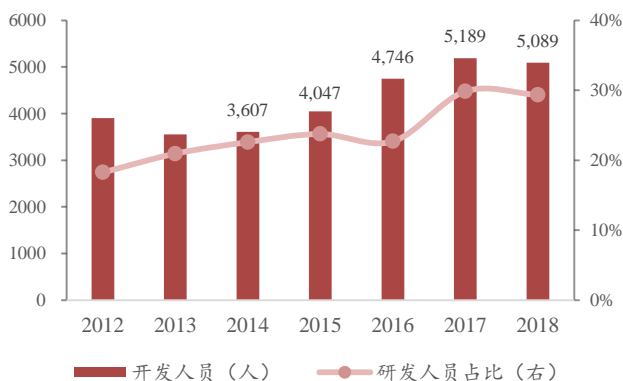
3.2 研发高投入打造重磅云产品

公司在研发方面一直处于高投入状态, 反应到产品端, 公司的产品一直保持着“小步快跑”的节奏, 通过快速更新迭代以适应企业用户的需求。

从数据方面来看, 公司的研发人员近年基本保持着稳健增长状态, 截止 2018 年底达到 5089 人, 占公司总人数的 31.7%; 公司的研发费用也保持着上升态势, 2018 年共投入 13.0 亿元, 占营收比重 19.3%, 不管从绝对数额还是占比来看, 研发投入均处于较高水平。

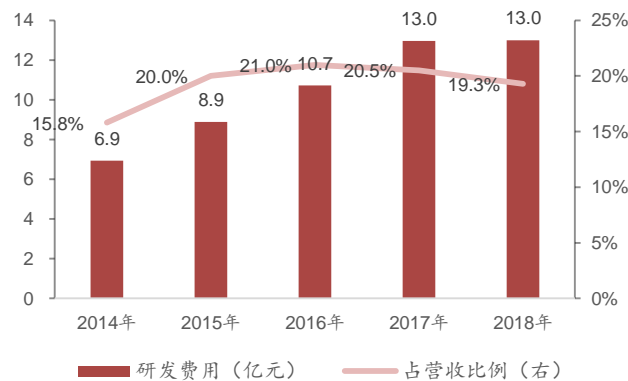
横向对比主流云计算厂商的研发费用支出, 我们可以发现公司研发费用占总营收的比重处于较高位置。高额的研发费用使得公司提供高质量的云产品成为可能。我们认为, 公司在产品研发方面持续的高投入会改善用户体验、增强用户黏性, 最终在公司的业绩端反映。

图 13: 公司近年研发人员数量及占公司人员比例



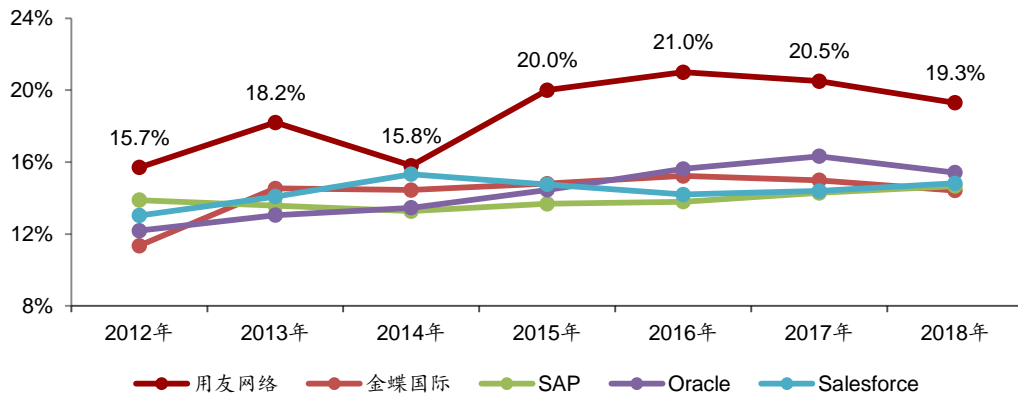
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司近年研发费用及占营收比例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15：国内外主流云计算公司研发费用率对比



数据来源：wind，西南证券整理

在研发的高投入下，公司自 2017 年推出了多款重磅云产品：U8 cloud、用友云平台、精智工业互联网平台、NC Cloud 等，均耗资数亿元。

➤ 用友云——社会化商业应用基础设施和企业服务产业共享平台

公司自从提供云服务以来，一开始主要开展诸如财务、营销等细分领域的云服务。2017 年 4 月，公司的用友云平台正式对外发布并全面上线运营，自此用友云平台完成了从用友的云平台到产业生态云平台的角色转变，并从发布时起就被定义为社会化商业应用基础设施和企业服务产业共享平台。

用友云平台 iUAP 是面向社会化商业应用的基础平台，由开发平台、运行平台、运维平台、应用市场和运营平台组成，覆盖了人力资源、数字营销、采购供应、社交协同、财务共享、智能制造等企业级交易、连接、运营、管理、建模业务，支持多种云化产品和行业云解决方案。

图 16：用友云平台架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ NC Cloud——面向中大型企业的云 ERP

公司在2019年1月18日的“2019用友商业伙伴大会”重磅发布了全新的用友NC Cloud与华为云大型企业数字化联合解决方案。NC Cloud的目标客户群是从成长型集团企业到大型企业集团，采用最新混合云技术架构，全面支持私有云、公有云、专属云的灵活部署模式。NC Cloud涵盖了用友NC的核心功能价值，更加关注帮助大型企业实现人、财、物、客的全面数字化，同时借助开放互联，全面融合的智能云服务，打造数字企业新平台，从而重塑企业新技术、新商业的核心竞争力。

图 17：公司 NC Cloud 产品架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ “精智”工业互联网平台赋能云时代工业企业

2017年8月，公司发布了“精智”工业互联网平台，为智能制造增添动力。用友精智是工业视角下的用友云，将为工业企业提供在设计、制造、服务等领域云服务。随着精智云平台的发布，公司将致力于支持政府部署区域工业云，以推进各地中小企业上云；同时支持大型企业建云、以逐步实现服务大型企业上云。

图 18: 公司精智工业互联网平台架构图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.3 生态融合战略打造公司中长期成长极

➤ 金融业务与云/软件业务多点协同

公司从 2014 年开始为客户提供金融服务, 最初公司发起设立友金所为企业客户及其员工队伍提供小额理财服务。随着企业客户对于综合服务需求的提升, 公司逐渐加大了在企业金融服务领域的布局。目前公司还通过用友企业金融云为客户提供支付结算、供应链金融、现金管理及企业理财等综合金融服务。

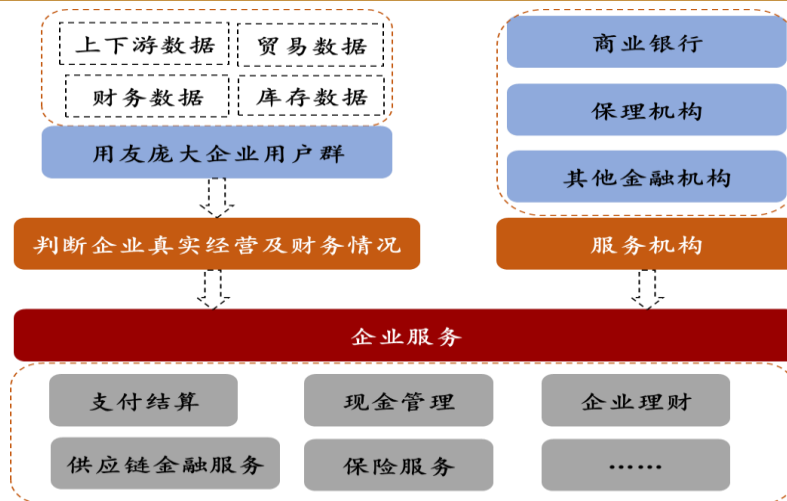
图 19: 公司目前主要的金融业务布局



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

随着公司在金融领域的布局逐渐完善，其与公司软件及云服务业务的协同效应也逐步显现出来。公司一方面能够将金融服务嵌入进自身的软件和云服务产品中，满足企业对于支付、理财、现金管理等方面的需求；另一方面能够基于本身庞大的企业用户群及数据信息结合商业银行、保理机构及其他金融机构为企业提供供应链金融服务。

图 20：公司金融服务与其他业务多点协同



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 生态融合战略凸显公司竞争优势

公司自提出“用友 3.0”战略以来，就朝着综合型、融合型和生态型的方向发展。公司在传统软件通过一系列的外延发展提高了自身提供综合服务的能力，与此同时公司加快产品与产品之间的互相融合让用户体验更加流畅，未来公司希望能够和生态伙伴一起为企业用户提供更专业、更精细的服务。

用友云生态发展计划

公司推出用友云生态发展计划，立志于打造一个 PAAS 平台，通过和生态伙伴的合作共同为企业用户提供优质服务，用友云平台的推出是公司在 3.0 战略的里程碑。

公司在 2018 年举办的“聚·创未来”用友生态伙伴大会上发布了用友云生态发展计划——鲲鹏计划。根据计划，2018 年入驻用友云市场的伙伴将达到 3000 家，入驻产品及服务 5000 个，发布融合型产品及服务 50 个，伙伴产品及服务销售收入超过 1 亿；同时，要扶持专属经销商 500 家，给予销售奖励达 2000 万，技术服务投入 3000 万，营销运营服务投入 5000 万，为生态伙伴投资发展基金配套 6 个亿。

根据公司 2019 年一季报，生态平台上的厂商突破 3500 家，产品和服务突破了 5500 个，公司云市场已经成为国内主要市场，发布上市云生态产品 52 款，云生态产品与公司自有云深度融合，为企业提供全方位的云服务。

用友生态伙伴共赢计划

在企业数字化转型的浪潮下，公司提供云平台，通过融合自身和合作伙伴的产品及服务，共同建立云服务和金融服务的客户运营体系。同时，公司的产业链合作伙伴将向生态伙伴升

- **渠道分销伙伴：**除了传统软件产品经销商授权伙伴，公司还会帮助这类伙伴拓展金融服务、云服务的解决方案。
- **咨询实施服务伙伴：**重点发展云服务产品咨询、实施合作伙伴。公司会通过顾问体系、业务支持体系、项目体系、分包项目体系和伙伴实现业务分成。
- **云市场伙伴：**主要包括 **API 伙伴**、**培训伙伴**、**技术伙伴**。伙伴们可以基于云平台开发应用，并享受开发社区、推广、营销等支持。
- **云平台开发伙伴：**主要通过入驻 **API**、**产品融合**、**品牌融合**等模式。比如用友云与微赞直播融合成云直播；用友云与 e 签宝融合后推出云合同等。
- **战略伙伴：**这类伙伴一般在业内有较大市场影响，能够与公司资源互补，共享竞争优势和利益，比如公司与华为云的合作以及和百度云的深度合作。

图 21: 用友生态伙伴合作图



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1:根据前瞻产业研究院的数据,国内 ERP 软件市场在 2018 年市场规模为 265 亿,同比增长 11%,此后将维持在 10%左右的增速。公司的 ERP 软件业务目前正处于由软件服务向云服务过渡的过程中,参考海外公司 Adobe 等巨头的转型经验,软件业务将随着云业务规模的扩大呈现收缩状态;

假设 2:云业务目前是公司重点发展的业务,2018 年累计付费用户 36.2 万家,同比增长 55%,中大型企业云业务续费率 63.3%,小微企业续费率 50%,仍有很大提升空间,依赖于用友云平台生态的建立和多省市签订战略合作协议促进企业上云,公司云业务仍将呈现快速增长态势;

假设 3:金融业务主要包括收单支付业务和 P2P 理财业务(2018 年两者分别占比 12%、88%),受到国内对于 P2P 理财强监管的政策影响以及理财业务体量目前较大,我们认为公司金融业务的发展将由快速增长阶段过渡到稳定增长阶段。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2018A	2019E	2020E	2021E
软件业务	收入	55.79	59.70	63.28	66.44
	增速	8.71%	7.00%	6.00%	5.00%
云业务	收入	8.506	17.01	27.22	40.83
	增速	108.0%	100.00%	60.00%	50%
金融业务	收入	12.44	18.03	24.88	31.11
	增速	54.87%	45.00%	38.00%	25%
其他	收入	0.30	0.00	0.00	0.00
	增速		0%	0%	0%
合计	收入	77.03	94.74	115.38	138.38
	增速	21.43%	22.99%	21.79%	19.93%
	毛利率	70.0%	70.5%	71.0%	71.5%

数据来源: Wind, 西南证券

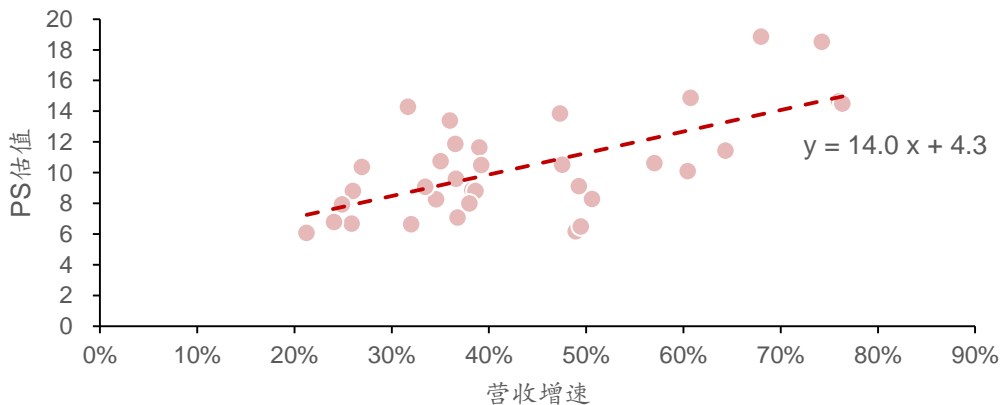
基于以上预测,我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 94.7 亿元、115.4 亿元和 138.4 亿元,归母净利润分别为 8.1 亿元、10.7 亿元和 13.8 亿元。

4.2 相对估值

由于公司正处于由软件向云转型的过程中,且目前云业务尚未能够贡献利润,所以对公司采取分部估值法:对于快速增长的云业务用 PS 估值,对于金融和软件业务采用 PE 法估值。

对云业务的估值，我们参照海外云业务公司 Workday、Salesforce、ServiceNow、HubSpot、Zendesk 等纯 SaaS 公司的营收增速与 PS 估值倍数的关系，可以看出两者之间呈现明显的线性关系。基于我们对公司云业务的增速预测，2019 年云业务 17.0 亿，增速 100%，可以给予 18.3 倍 PS，对应 311 亿市值。

图 22：云业务营收增速和 PS 估值倍数的关系



数据来源：wind，西南证券整理

对于公司软件和金融业务，我们采用 PE 估值方法。根据公司 2001 年-2011 年在投入云业务之前的净利率为 10%-15%，我们采用平均净利率 13% 测算公司软件和金融业务的利润贡献。根据上述预测，2019 年公司软件和金融业务总计营收为 77.7 亿，按照 13% 净利率水平测算则贡献净利润为 10 亿。对于软件和金融业务的估值，我们选取泛微网络 (603039)、石基信息 (002153)、四维图新 (002405)、万达信息 (300168) 等软件企业做对比，保守给予 2019 年 50 倍 PE，对应 500 亿市值。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603039.SH	泛微网络	67.71	1.12	1.01	1.3	1.65	61.21	67.88	52.74	41.55
002153.SZ	石基信息	33.73	0.43	0.51	0.62	0.75	82.09	69.22	56.94	47.07
002405.SZ	四维图新	14.58	0.37	0.23	0.28	0.35	40.22	64.70	53.14	42.51
300168.SZ	万达信息	12.26	0.21	0.4	0.46	0.62	53.71	28.20	24.52	18.19
平均值							59.31	57.50	46.83	37.33

数据来源：Wind，西南证券整理

结论与评级：鉴于公司为国内企业信息化龙头，且公司在“用友 3.0 战略”的指引下云平台生态逐渐搭建完善，我们认为按照分部估值法，公司的合理市值在 811 亿元左右，对应目标价 32.62 元，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

- 1) 云业务发展或不及预期；
- 2) 金融政策风险；
- 3) 软件领域竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7703.50	9473.96	11538.09	13837.55	净利润	810.19	1098.57	1420.42	1831.43
营业成本	2314.83	2842.19	3403.74	4012.89	折旧与摊销	246.51	258.05	258.05	258.05
营业税金及附加	110.29	137.49	167.52	200.41	财务费用	109.61	79.78	31.55	5.66
销售费用	1648.80	2036.90	2457.61	2905.88	资产减值损失	294.13	200.00	200.00	200.00
管理费用	1464.94	3391.68	4096.02	4843.14	经营营运资本变动	1185.90	58.45	300.73	236.65
财务费用	109.61	79.78	31.55	5.66	其他	-603.69	-305.30	-303.30	-297.46
资产减值损失	294.13	200.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	2042.65	1389.55	1907.45	2234.32
投资收益	100.56	100.00	100.00	100.00	资本支出	-89.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	240.91	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	380.00	360.00	350.00	投资活动现金流净额	151.64	100.00	100.00	100.00
营业利润	943.12	1265.92	1641.65	2119.57	短期借款	-293.60	-1949.33	-783.20	-423.87
其他非经营损益	7.22	10.00	10.00	10.00	长期借款	-133.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	950.33	1275.92	1651.65	2129.57	股权融资	355.36	0.00	0.00	0.00
所得税	140.15	177.35	231.23	298.14	支付股利	0.00	-122.43	-162.64	-213.31
净利润	810.19	1098.57	1420.42	1831.43	其他	-694.90	-212.64	-31.55	-5.66
少数股东损益	198.06	285.35	353.87	448.90	筹资活动现金流净额	-766.60	-2284.40	-977.39	-642.84
归属母公司股东净利润	612.13	813.22	1066.56	1382.53	现金流量净额	1433.82	-794.85	1030.06	1691.48
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5530.81	4736.98	5769.04	7461.39	成长能力				
应收和预付款项	1961.36	2723.71	3206.97	3833.77	销售收入增长率	21.44%	22.98%	21.79%	19.93%
存货	21.77	34.45	45.61	51.59	营业利润增长率	39.47%	34.23%	29.68%	29.11%
其他流动资产	826.17	1016.04	1237.41	1484.02	净利润增长率	44.67%	35.59%	29.30%	28.94%
长期股权投资	1702.89	1702.89	1702.89	1702.89	EBITDA 增长率	22.77%	23.44%	20.42%	23.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2519.28	2397.55	2275.82	2154.09	毛利率	69.95%	70.00%	70.50%	71.00%
无形资产和开发支出	1842.03	1708.28	1574.52	1440.77	三费率	41.84%	58.14%	57.07%	56.04%
其他非流动资产	816.59	814.02	811.46	808.90	净利率	10.52%	11.60%	12.31%	13.24%
资产总计	15220.90	15133.93	16623.73	18937.41	ROE	10.59%	12.69%	14.33%	15.88%
短期借款	3156.40	1207.07	423.87	0.00	ROA	5.32%	7.26%	8.54%	9.67%
应付和预收款项	3011.23	3796.21	4561.25	5410.61	ROIC	12.55%	15.98%	18.49%	21.89%
长期借款	171.67	171.67	171.67	171.67	EBITDA/销售收入	16.87%	16.93%	16.74%	17.22%
其他负债	1229.63	1305.26	1553.44	1822.66	营运能力				
负债合计	7568.93	6480.22	6710.24	7404.94	总资产周转率	0.53	0.62	0.73	0.78
股本	1917.83	2486.13	2486.13	2486.13	固定资产周转率	3.69	4.71	6.10	7.82
资本公积	2120.76	1552.46	1552.46	1552.46	应收账款周转率	5.34	5.44	5.11	5.21
留存收益	2613.13	3304.94	4210.86	5380.94	存货周转率	72.10	78.81	77.92	77.37
归属母公司股东权益	6570.70	7287.10	8193.01	9363.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.26%	—	—	—
少数股东权益	1081.27	1366.61	1720.48	2169.37	资本结构				
股东权益合计	7651.96	8653.71	9913.49	11532.47	资产负债率	49.73%	42.82%	40.37%	39.10%
负债和股东权益合计	15220.90	15133.93	16623.73	18937.41	带息债务/总负债	43.97%	21.28%	8.88%	2.32%
					流动比率	1.13	1.36	1.58	1.79
					速动比率	1.13	1.35	1.57	1.78
					股利支付率	0.00%	15.05%	15.25%	15.43%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.33	0.43	0.56
					每股净资产	2.64	2.93	3.30	3.77
					每股经营现金	0.82	0.56	0.77	0.90
					每股股利	0.00	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1299.24	1603.75	1931.25	2383.27					
PE	114.90	86.49	65.94	50.87					
PB	10.70	9.65	8.58	7.51					
PS	9.13	7.42	6.10	5.08					
EV/EBITDA	39.58	41.27	33.33	26.12					
股息率	0.00%	0.17%	0.23%	0.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn