

计算机

利润增长超预期，云业务表现亮眼

2019 年 8 月 19 日

——用友网络 (600588) 2019 年半年报点评

公司评级：增持（维持）
分析师：梁希民

执业证书号：S1030510120001

0755-23602217

liangxm@csc.com.cn

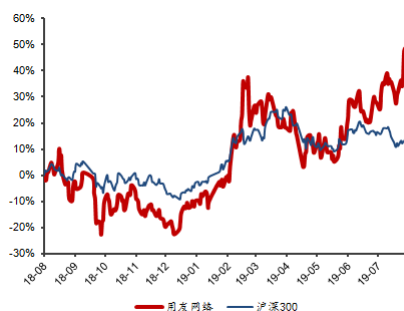
研究助理：罗云扬

0755-83199599

luoyy1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

用友网络 (600588.SH) 与沪深 300 对比表现

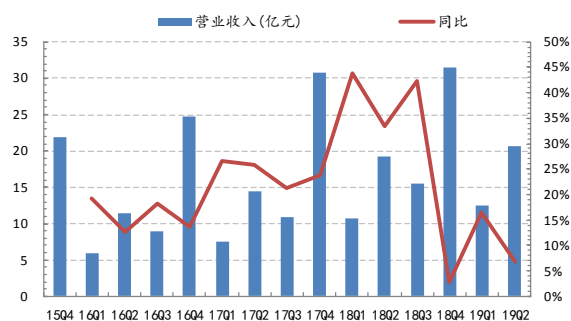


公司数据与预测	Wind 资讯
总市值 (百万)	77567
流通市值 (百万)	77233
总股本 (百万股)	2486
流通股本 (百万股)	2475
日均成交额 (百万)	631
近一个月换手 (%)	19.97
第一大股东	用友科技
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

- 1) **上半年业绩超预期。**公司 19 年上半年实现收入 33.13 亿元，同比+10.2%；高毛利率的云计算相关业务持续高增，归母净利润为 4.82 亿元，同比+290.1%；扣非净利润为 2.64 亿元，同比+155.1%。
- 2) **云计算和支付业务表现亮眼。**公司两大新兴业务实现大幅增长：其中云服务业务收入 4.72 亿元，同比+114.6%；支付服务实现收入 2 亿元，同比+321.6%；传统软件业务进展稳健，收入达 22.48 亿元，同比+5%；而互联网投融资业务在公司稳健经营、控制规模方针下，实现收入 3.69 亿元，同比-36.5%。云服务预收账款约 4 亿元，比年初增长 46%，企业客户数近 500 万家，其中付费客户 43 万家，相比 18 年底新增约 7 万家，客户续约率和单价稳步提高。公司云转型进展顺利，未来客户规模、付费率和客单价增量空间巨大。
- 3) **研发投入持续加大，行业龙头业绩增长动力十足。**公司 19 年 H1 研发投入达 7.4 亿元，同比增长 25.5%。19 年 3 季度，公司将推出面向成长型企业的云 ERP 套件、用友公有云平台 iuap5.0 等新产品，云服务质量持续优化。公司在报告期内重点加强了与华为、中国电信、360 等知名企业合作，云市场生态平台入驻企业突破 4000 家，服务及产品超 6200 款，企业服务领导厂商地位稳固，未来长期业绩高增确定性强。
- 4) **维持“增持”评级。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.32 元/0.44 元/0.57 元，对应市盈率为 97.90 倍/70.66 倍/54.60 倍。公司云转型基本完成，企业服务领导地位稳固，未来云计算业务有望持续高速增长。我们看好公司长期发展能力，同时考虑到金融业务波动性对未来业绩影响，维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**云计算业务客户拓展和付费率提升受阻、金融业务不及预期

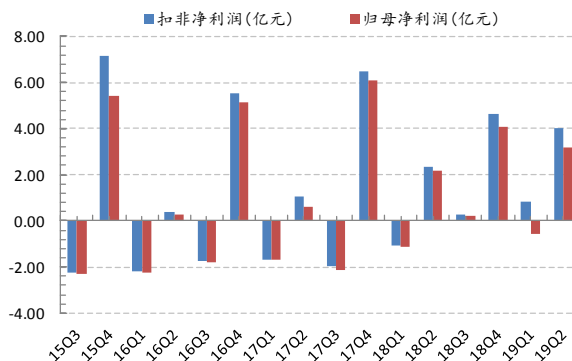
预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7703.50	9334.23	11177.50	13120.98
收入同比	21.44%	21.17%	19.75%	17.39%
净利润 (百万元)	612.13	789.36	1088.81	1405.65
净利润同比	57.33%	28.95%	37.94%	29.10%
毛利率	69.95%	70.00%	70.50%	71.00%
净利率	10.52%	11.23%	12.94%	14.23%
EPS (元)	0.246	0.319	0.442	0.571
PE (倍)	126.72	97.90	70.66	54.60

Figure 1 公司主营业务收入及增长率



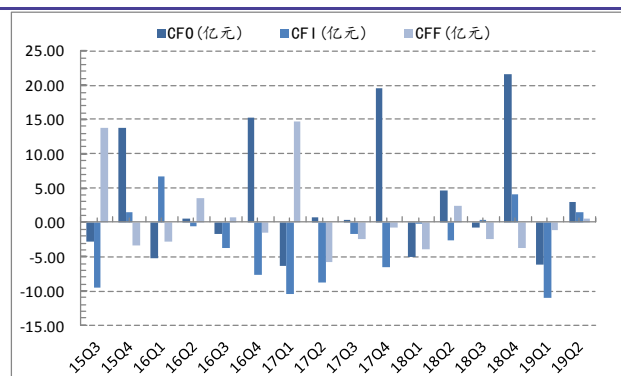
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 2 公司归母/扣非净利润



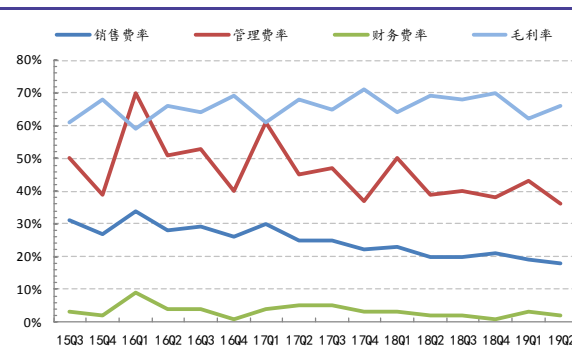
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 3 公司研发支出与经营性将现金流



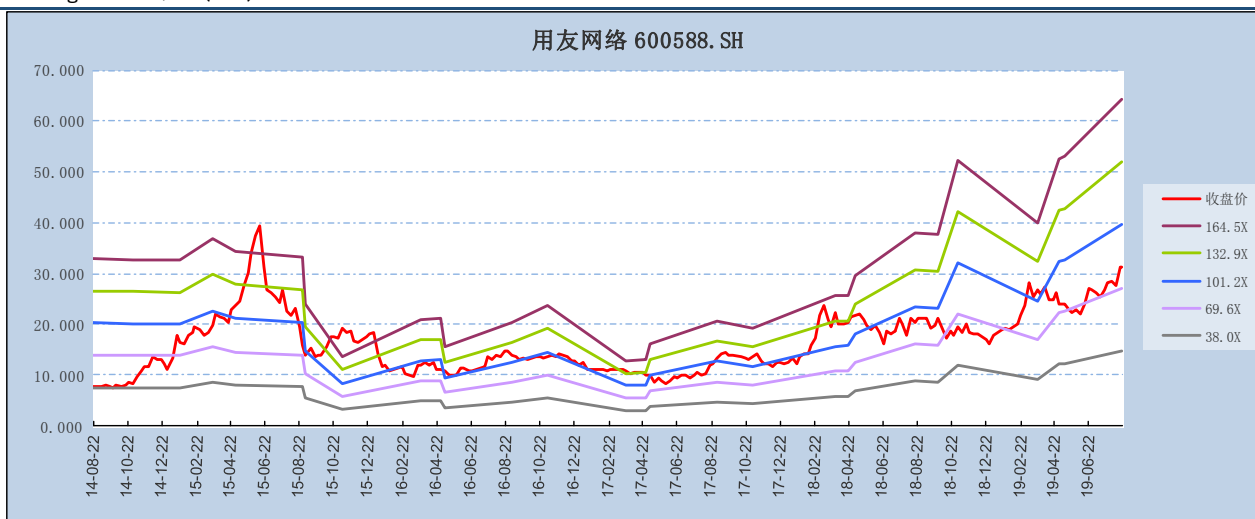
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 4 公司毛利率与三项费用率



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 5 P/E (TTM) Band



资料来源: wind、世纪证券研究所

附：报表预测

报表预测 (百万元)					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6343.66	7703.50	9334.23	11177.50	13120.98
减：营业成本	1812.45	2314.83	2800.27	3297.36	3805.09
营业税金及附加	94.78	110.29	135.35	162.07	190.25
营业费用	1417.30	1648.80	1960.19	2291.39	2624.20
管理费用	2334.18	1464.94	3266.98	3856.24	4461.13
财务费用	168.93	109.61	75.51	7.23	-17.45
资产减值损失	299.16	294.13	237.67	237.67	237.67
加：投资收益	71.63	100.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-1300.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	288.49	560.71	858.27	1325.54	1820.10
加：其他非经营损益	397.32	389.62	379.81	389.81	399.81
利润总额	685.81	950.33	1238.08	1715.35	2219.91
减：所得税	125.79	140.15	185.71	257.30	332.99
净利润	560.02	810.19	1052.37	1458.05	1886.92
减：少数股东损益	170.94	198.06	260.03	360.27	466.24
归属母公司股东净利润	389.08	612.13	792.34	1097.77	1420.68
每股收益(元)	0.16	0.25	0.32	0.44	0.57
财务分析指标汇总					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率					
毛利率	71.43%	69.95%	70.00%	70.50%	71.00%
三费/销售收入	61.80%	41.84%	56.81%	55.06%	53.87%
EBIT/销售收入	12.47%	13.84%	13.61%	14.95%	16.32%
EBITDA/销售收入	15.83%	17.04%	18.68%	19.18%	19.83%
销售净利率	8.83%	10.52%	11.27%	13.04%	14.38%
资产获利率					
ROE	6.65%	9.32%	11.42%	14.73%	17.50%
ROA	6.19%	7.79%	10.65%	13.08%	14.58%
ROIC	6.25%	8.33%	12.10%	16.64%	28.14%
增长率					
销售收入增长率	24.06%	21.44%	21.17%	19.75%	17.39%
EBIT 增长率	127.31%	34.84%	19.13%	31.52%	28.18%
EBITDA 增长率	89.50%	30.77%	32.78%	22.97%	21.37%
净利润增长率	129.36%	44.67%	29.89%	38.55%	29.41%
总资产增长率	15.17%	7.19%	-12.91%	7.08%	15.04%
股东权益增长率	2.83%	12.34%	5.63%	7.39%	8.90%
经营营运资本增长率	20.95%	-83.82%	594.19%	-48.98%	172.91%
资本结构					
资产负债率	47.24%	44.13%	30.57%	28.32%	30.00%
投资资本/总资产	54.28%	45.69%	54.85%	41.20%	38.05%
带息债务/总负债	62.21%	55.07%	4.71%	4.74%	3.89%
流动比率	1.07	1.18	1.69	2.16	2.37
速动比率	0.83	1.04	1.43	1.91	2.16
股利支付率	48.92%	0.00%	53.28%	53.28%	53.28%
收益留存率	51.08%	100.00%	46.72%	46.72%	46.72%
资产管理效率					
总资产周转率	0.50	0.56	0.78	0.88	0.89
固定资产周转率	3.02	3.72	4.75	7.91	15.24
应收账款周转率	3.92	5.12	2.92	4.59	3.15
存货周转率	56.93	106.34	43.70	89.10	47.77

资料来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上； 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。