

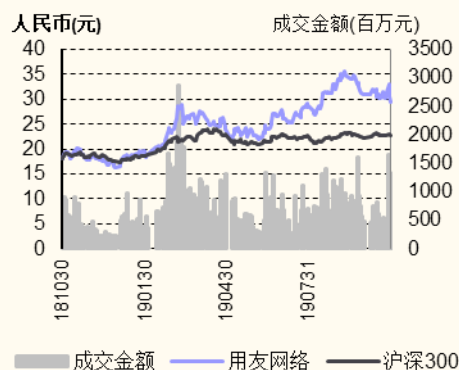
**用友网络 (600588.SH) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格 (人民币): 29.50 元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	24.86
已上市流通 A 股(亿股)	24.75
总市值(亿元)	733.41
年内股价最高最低(元)	32.91/29.50
沪深 300 指数	3891
上证指数	2939


**相关报告**

1. 《NC Cloud 表现亮眼, 云业务增长超预期-用友》, 2019.8.19
2. 《云领未来, 荣于生态-用友网络深度》, 2019.6.2

罗露

 联系人  
 luolu@gjzq.com.cn

唐川

 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
 tangchuan@gjzq.com.cn

**重磅云产品齐发力, 云转型加速**
**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.266	0.320	0.292	0.320	0.391
每股净资产(元)	3.995	3.426	3.604	3.818	4.126
每股经营性现金流(元)	0.977	1.065	1.168	1.238	1.567
市盈率(倍)	79.59	66.67	106.98	97.63	79.74
净利润增长率(%)	97.11%	57.33%	18.44%	9.58%	22.44%
净资产收益率(%)	6.65%	9.32%	10.49%	10.85%	12.29%
总股本(百万股)	1,464.22	1,915.90	2,486.13	2,486.13	2,486.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 10 月 30 日, 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营收 50.09 亿元, 同比增长 10.1%; 归母净利润为 4.47 亿元, 同比增长 196.4%; 扣非归母净利润为 1.74 亿, 同比增长 36.6%。

**经营分析**

- **云转型加速。**报告期内, 公司云服务收入 7.83 亿元, 同比增长 125.2%; 传统软件收入在停售 NC 情况下实现稳中略升, 为公司云转型提供有力支撑。Q3 单季扣非后亏损 0.91 亿元, 主要系研发投入加大所致。前三季研发投入 11.34 亿元, 同比增长 26.9%。预收账款 5.76 亿元同比增长 91.3%, 预收账款中云业务占比提升至 44.9%; 预收账款是云业务发展的重要先行指标, 印证公司转型效果显现。分形态看, 公司实现 SaaS 收入 4.98 亿, 增长 161.5%; BaaS 收入 1.67 亿, 增长 144.8%; PaaS 收入 1.10 亿元, 增长 28%; DaaS 业务收入 845 万, 增长 158.7%。公司大力转云成效显著, 云产品力优势凸显。
- **高中端重磅云产品齐发力。**高端业务方面, 公司从 SaaS 层到 PaaS 层深耕大型企业, 发布全新一代企业云服务平台 iUAP5.0 产品, NC Cloud 云服务产品签约客户超 150 家。同时, 公司面向成长型企业推出了提供融合一体、支持企业全球化经营与社会化商业的 YonSuite 云服务产品。报告期内, 大中型企业云服务续费率从 H1 的 58.55% 升至 59.4%, 小微企业从 54.4% 升至 59.0%。公司中高端产品竞争力不断增强, 续费率有望持续提升。
- **生态战略再升级。**公司发布“融合”新生态战略, 加深与华为、联通和工商银行等龙头企业的战略合作。报告期内, 云市场入驻伙伴超过 4600 家, 入驻产品和服务突破 7100 个。随着云 ERP 国产化替代加速, 看好公司依托产品力及生态优势延续领先优势。

**投资建议**

- 公司云转型效果好于预期, 我们上调公司 2019 年的盈利预测 5%。预计公司 19-21 年实现净利润分别为 7.25/7.95/9.73 亿元; EPS 分别为 0.29/0.32/0.39 元, 维持“买入”评级。

**风险提示**

- 宏观经济下行压力增大, 企业 IT 支出缩减; 互联网厂商入局行业竞争加剧; 企业上云进度不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,113</b>	<b>6,344</b>	<b>7,703</b>	<b>9,340</b>	<b>11,504</b>	<b>14,362</b>
增长率		24.1%	21.4%	21.2%	23.2%	24.8%
主营业务成本	-1,604	-1,812	-2,315	-2,774	-3,394	-4,194
%销售收入	31.4%	28.6%	30.0%	29.7%	29.5%	29.2%
毛利	3,510	4,531	5,389	6,566	8,110	10,168
%销售收入	68.6%	71.4%	70.0%	70.3%	70.5%	70.8%
营业税金及附加	-73	-95	-110	-134	-166	-207
%销售收入	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-1,313	-1,417	-1,649	-2,036	-2,588	-3,231
%销售收入	25.7%	22.3%	21.4%	21.8%	22.5%	22.5%
管理费用	-2,031	-2,334	-2,766	-3,423	-4,213	-5,252
%销售收入	39.7%	36.8%	35.9%	36.7%	36.6%	36.6%
息税前利润 (EBIT)	93	685	864	972	1,143	1,478
%销售收入	1.8%	10.8%	11.2%	10.4%	9.9%	10.3%
财务费用	-76	-169	-110	-144	-274	-335
%销售收入	1.5%	2.7%	1.4%	1.5%	2.4%	2.3%
资产减值损失	-120	-299	-294	-230	-208	-252
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	52	72	101	83	109	110
%税前利润	17.4%	10.4%	10.6%	7.7%	9.3%	7.8%
营业利润	-51	676	943	1,073	1,167	1,403
营业利润率	n.a	10.7%	12.2%	11.5%	10.1%	9.8%
营业外收支	347	10	7	5	5	5
税前利润	295	686	950	1,078	1,172	1,408
利润率	5.8%	10.8%	12.3%	11.5%	10.2%	9.8%
所得税	-51	-126	-140	-159	-173	-208
所得税率	17.4%	18.3%	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	244	560	810	918	999	1,200
少数股东损益	47	171	198	193	204	227
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>197</b>	<b>389</b>	<b>612</b>	<b>725</b>	<b>795</b>	<b>973</b>
净利率	3.9%	6.1%	7.9%	7.8%	6.9%	6.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	244	560	810	918	999	1,200
少数股东损益	47	171	198	193	204	227
非现金支出	302	512	541	434	433	496
非经营收益	-8	148	5	184	77	88
营运资金变动	349	210	686	661	717	1,012
<b>经营活动现金净流</b>	<b>887</b>	<b>1,430</b>	<b>2,043</b>	<b>2,197</b>	<b>2,226</b>	<b>2,796</b>
资本开支	-337	-449	-483	-594	-455	-466
投资	-262	-2,397	486	-196	-188	-190
其他	68	105	149	83	109	110
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-531</b>	<b>-2,740</b>	<b>152</b>	<b>-707</b>	<b>-534</b>	<b>-546</b>
股权募资	212	176	232	0	0	0
债权募资	203	1,219	-462	312	-31	338
其他	-447	-830	-531	-697	-711	-720
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>566</b>	<b>-760</b>	<b>-385</b>	<b>-741</b>	<b>-381</b>
<b>现金净流量</b>	<b>324</b>	<b>-744</b>	<b>1,434</b>	<b>1,105</b>	<b>951</b>	<b>1,869</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,546	4,022	5,531	6,636	7,587	9,456
应收账款	1,823	1,856	1,896	2,119	2,610	3,259
存货	35	32	22	36	50	71
其他流动资产	1,055	1,369	892	783	732	706
流动资产	7,459	7,279	8,340	9,575	10,979	13,491
%总资产	61.4%	51.9%	54.8%	57.0%	59.6%	63.9%
长期投资	667	2,406	2,380	2,476	2,574	2,664
固定资产	2,178	2,420	2,519	2,638	2,715	2,781
%总资产	17.9%	17.2%	16.6%	15.7%	14.7%	13.2%
无形资产	1,754	1,838	1,868	1,901	1,925	1,914
非流动资产	4,696	6,755	6,881	7,210	7,449	7,634
%总资产	38.6%	48.1%	45.2%	43.0%	40.4%	36.1%
<b>资产总计</b>	<b>12,155</b>	<b>14,034</b>	<b>15,221</b>	<b>16,785</b>	<b>18,427</b>	<b>21,125</b>
短期借款	2,466	3,641	3,314	3,608	3,527	3,830
应付账款	1,843	1,953	2,376	2,951	3,814	4,897
其他流动负债	1,151	1,331	1,658	1,891	2,202	2,779
流动负债	5,459	6,925	7,348	8,449	9,542	11,506
长期贷款	254	305	172	222	272	307
其他长期负债	53	63	49	41	39	35
<b>负债</b>	<b>5,767</b>	<b>7,293</b>	<b>7,569</b>	<b>8,712</b>	<b>9,853</b>	<b>11,848</b>
普通股股东权益	5,688	5,849	6,571	6,799	7,097	7,573
少数股东权益	700	892	1,081	1,274	1,478	1,704
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,155</b>	<b>14,034</b>	<b>15,221</b>	<b>16,785</b>	<b>18,427</b>	<b>21,125</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.135	0.266	0.319	0.292	0.320	0.392
每股净资产	3.885	3.995	3.426	2.735	2.854	3.046
每股经营现金净流	0.606	0.977	1.065	0.884	0.895	1.125
每股股利	0.130	0.150	0.250	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.47%	6.65%	9.32%	10.67%	11.20%	12.85%
总资产收益率	1.62%	2.77%	4.02%	4.32%	4.31%	4.61%
投入资本收益率	0.84%	5.22%	6.60%	6.94%	7.85%	9.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.87%	24.06%	21.44%	21.24%	23.17%	24.85%
EBIT增长率	141.59%	636.84%	26.13%	12.54%	17.61%	29.24%
净利润增长率	-39.03%	97.11%	57.33%	18.50%	9.59%	22.46%
总资产增长率	11.33%	15.46%	8.46%	10.27%	9.79%	14.64%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	111.7	89.3	68.3	65.0	65.5	66.0
存货周转天数	6.7	6.7	4.2	4.8	5.4	6.2
应付账款周转天数	95.4	89.5	71.6	68.5	69.7	71.0
固定资产周转天数	111.7	120.7	98.2	82.1	66.3	52.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-28.58%	-1.13%	-26.73%	-34.77%	-44.18%	-57.34%
EBIT利息保障倍数	1.2	4.1	7.9	6.8	4.2	4.4
资产负债率	47.44%	51.97%	49.73%	51.90%	53.47%	56.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	23	39
增持	0	0	0	9	14
中性	0	0	1	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.29</b>	<b>1.47</b>	<b>1.39</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

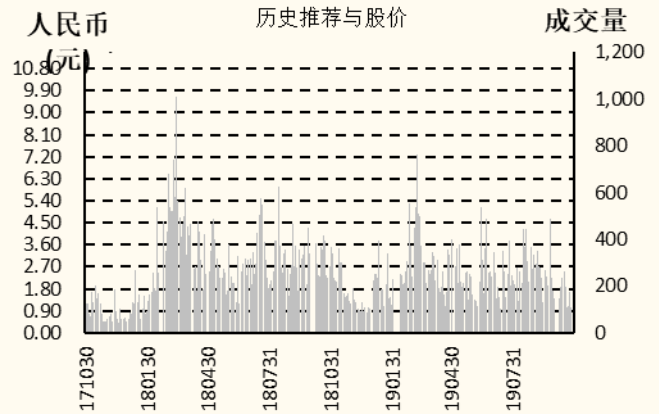
[illegible]

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



**投资评级的说明:**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH