

## 加大研发投入力度，云业务保持翻倍 买入（维持）

2020年01月17日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,703	8,918	10,705	12,848
同比（%）	21.4%	15.8%	20.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	612	1,205	1,339	1,858
同比（%）	57.3%	96.8%	11.1%	38.7%
每股收益（元/股）	0.24	0.48	0.53	0.74
P/E（倍）	133.72	67.93	61.12	44.05

事件：公司发布2019年度业绩预增公告，公司预计2019年度实现归属于上市公司股东净利润范围为104,062万元到128,547万元，同比增加比例范围为70%到110%。公司预计2019年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润范围为61,198万元到71,842万元，同比增加比例范围为15%到35%。

### 投资要点

- 业绩预增明显，非经常性损益大幅增加：**公司本次业绩预增主要由于处置部分长期股权投资、以及公司持有的以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产升值等非经常性损益事项所致，影响金额为42,864万元到56,705万元。2019年公司处置部分长期股权投资，投资收益相比同期增加。同时，公司持有的以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产升值，使得公司取得的公允价值变动收益较大幅度增加。因此我们根据业绩预告上调了公司的利润情况。
- 研发支出增加影响全年扣非净利润增速：**2019年第四季度公司归母净利润为59,366万元到83,851万元，同比增长29%到82%；扣非后归母净利润为43,807万元到54,451万元，同比增长8%到34%。2019年第一季度公司扣非后归母净利润保持50%左右增速，第三季度同比下滑-48%，第四季度单季增速为8%到34%，我们判断利润增速回落主要是因为自三季度开始加大云业务研发投入。三季度末公司员工人数相比半年报增加897人，单季度研发费用3.94亿元，同比增加1.14亿元。
- 高端云业务放量，预计云业务收入保持翻倍以上增长：**2019年公司继续坚定执行用友3.0战略，紧抓企业与公共组织数智化、国产化、全球化的市场机会，聚焦企业数智化主航道，围绕用友企业云服务主战场，加快推进各项业务，公司在加大对云服务业务投入、特别是研发投入的同时，积极创收节支，实现了经营效益的持续增长。截止三季度，高端云产品NC-Cloud签约客户数超过150家，拉开竞争对手差距，并带动云业务继续高增长，我们预计2019年公司云业务收入增速达到110%，超过年初目标。虽然加大研发影响表观利润，但由于云业务采用PS估值，并不影响最终估值。进入2020年，NCC产品有望实现超大型集团和用户的突破，带动云业务继续翻倍增长。
- 盈利预测与投资评级：**考虑云业务超预期，我们上调19-21年归母净利润为12.05/13.39/18.58亿元，上调EPS为0.48/0.53/0.74元，对应PE为68/61/44倍。考虑到公司2020年云业务有望继续翻倍，采用分部估值法，略上调目标市值为1100亿元，对应未来半年目标价43.96元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**云业务发展不及预期；宏观经济对传统ERP业务影响。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.69
一年最低/最高价	18.18/36.33
市净率(倍)	13.13
流通A股市值(百万元)	81485.49

### 基础数据

每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	52.06
总股本(百万股)	2503.90
流通A股(百万股)	2492.67

### 相关研究

- 1、《用友网络(600588)：云业务加速增长，全年有望再超预期》2019-10-31**
- 2、《用友网络(600588)：国产和高端市场齐发力，云业务继续翻倍》2019-08-19**
- 3、《用友网络(600588)：软件+云收入增速回升，多款云产品研发迭代将助推云业务加速增长》2019-04-28**

## 用友网络三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>8,340</b>	<b>8,328</b>	<b>8,310</b>	<b>10,635</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,703</b>	<b>8,918</b>	<b>10,705</b>	<b>12,848</b>
现金	5,531	3,337	4,692	4,481	减:营业成本	2,315	2,523	2,905	3,155
应收账款	1,390	3,375	2,140	4,183	营业税金及附加	110	134	157	189
存货	22	57	34	64	营业费用	1,649	1,694	1,927	2,313
其他流动资产	1,398	1,560	1,445	1,907	管理费用	1,465	3,166	3,586	4,240
<b>非流动资产</b>	<b>6,881</b>	<b>7,328</b>	<b>8,294</b>	<b>9,401</b>	财务费用	110	147	169	169
长期股权投资	1,703	1,964	2,334	2,772	资产减值损失	294	0	0	0
固定资产	2,073	2,430	2,961	3,560	加:投资净收益	101	256	120	137
在建工程	446	462	495	543	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	917	917	910	894	<b>营业利润</b>	<b>943</b>	<b>1,510</b>	<b>2,081</b>	<b>2,919</b>
其他非流动资产	1,742	1,556	1,593	1,632	加:营业外净收支	7	238	6	8
<b>资产总计</b>	<b>15,221</b>	<b>15,656</b>	<b>16,604</b>	<b>20,035</b>	<b>利润总额</b>	<b>950</b>	<b>1,749</b>	<b>2,087</b>	<b>2,926</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,348</b>	<b>6,769</b>	<b>6,398</b>	<b>7,812</b>	减:所得税费用	140	244	336	462
短期借款	3,156	2,410	2,639	2,801	少数股东损益	198	300	412	606
应付账款	456	788	621	869	<b>归属母公司净利润</b>	<b>612</b>	<b>1,205</b>	<b>1,339</b>	<b>1,858</b>
其他流动负债	3,736	3,571	3,139	4,142	EBIT	987	1,790	2,125	2,958
<b>非流动负债</b>	<b>221</b>	<b>200</b>	<b>193</b>	<b>184</b>	EBITDA	1,234	2,010	2,363	3,241
长期借款	172	163	150	135					
其他非流动负债	49	36	43	49	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,569</b>	<b>6,968</b>	<b>6,591</b>	<b>7,996</b>	每股收益(元)	0.24	0.48	0.53	0.74
少数股东权益	1,081	1,381	1,793	2,399	每股净资产(元)	2.62	2.92	3.28	3.85
归属母公司股东权益	6,571	7,307	8,220	9,640	发行在外股份(百万股)	1918	2504	2504	2504
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,221</b>	<b>15,656</b>	<b>16,604</b>	<b>20,035</b>	ROIC(%)	8.3%	15.5%	16.1%	19.7%
					ROE(%)	10.6%	17.3%	17.5%	20.5%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	70.0%	71.7%	72.9%	75.4%
经营活动现金流	2,043	-250	2,807	1,475	销售净利率(%)	7.9%	13.5%	12.5%	14.5%
投资活动现金流	152	-448	-1,083	-1,240	资产负债率(%)	49.7%	44.5%	39.7%	39.9%
筹资活动现金流	-767	-1,496	-369	-446	收入增长率(%)	21.4%	15.8%	20.0%	20.0%
现金净增加额	1,434	-2,194	1,355	-210	净利润增长率(%)	57.3%	96.8%	11.1%	38.7%
折旧和摊销	247	220	238	283	P/E	133.72	67.93	61.12	44.05
资本开支	487	367	552	625	P/B	12.46	11.20	9.96	8.49
营运资本变动	452	-1,888	770	-1,302	EV/EBITDA	65.60	41.06	34.61	25.54

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>