

计算机**龙头地位稳固，云转型进入深水区**

2020年03月29日

公司评级：增持（维持）**分析师：陈建生**

执业证书号：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

研究助理：罗云扬

电话：0755-83199599

邮箱：luooy1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格**相关报告**

1. 用友网络深度研究报告：企业服务积淀深厚，云时代强者恒强-181012
2. 用友网络半年报点评：业绩符合预期，云业务表现亮眼-190819
3. 用友网络三季报点评：业绩符合预期，新兴业务持续高增长-191031

用友网络(600588.SH)与沪深300对比表现**——用友网络(600588.SH)19年年报点评****核心观点：**

- 1) **扣非净利润增长基本符合预期。**报告期内，公司营业收入为85.1亿元，同比增长10.5%，低于此前预期的21%，主要是由于公司下半年停售了NC系列产品使得传统软件业务收入下滑。归母净利润达11.8亿元，同比增长93.3%，非经常性收益超5亿元，主要为处置金融资产和长期股权投资资产所得。扣非净利润为6.7亿元，同比增长27.3%，略低于此前预期的29%。
- 2) **云转型进入关键期。**报告期内，公司云服务业务实现收入19.7元，同比大幅增长131.6%。云服务累计企业客户达543.1万家，其中付费客户51.22万家，较2018年增长41.5%，新增客户有较大比例的非公司传统产品用户。细分来看，公司在小微企业市场实现突破，收入达1.4亿元，增速接近300%。大中企业端，公司收入达18.2亿元，增速超过120%。反观传统软件则同比下滑6.9%，实现收入52亿元。我们认为，公司目前处于业务全面向云迁移的关键阶段，公司凭借其多年行业经验与技术储备，云服务业务将持续高速增长，继续驱动公司业绩向上。
- 3) **公司龙头地位稳固，企业信息化服务生态体系初成。**报告期内，公司在国内企业云服务市场、应用软件市场、工业云市场等市占率均位列第一，“精智”获得工信部十大工业互联网平台认证，彰显公司龙头地位。同时，公司发布企业云服务新生战略，云市场入驻伙伴突破5000家，生态建设顺利。
- 4) **维持“增持”评级。**预计2020-2022年EPS分别为0.38元/0.49元/0.63元，对应市盈率为111倍/85倍/66倍。公司云转型进入深水区，传统软件业务转云过程中或有部分客户流失，但公司龙头地位稳固，企业服务生态建设顺利，看好公司长期价值。维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**技术研发不及预期，云转型期部分客户流失。

公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	105185
流通市值 (百万)	104714
总股本 (百万股)	2504
流通股本 (百万股)	2493
日均成交额 (百万)	2029
近一个月换手 (%)	39
第一大股东	北京用友科技
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8509.7	9890.7	11485.0	13449.7
收入同比	10.5%	16.2%	16.1%	17.1%
净利润(百万元)	1183.0	941.8	1237.0	1579.9
净利润同比	93.3%	-20.4%	31.3%	27.7%
毛利率	65.4%	68.0%	69.0%	70.0%
销售净利率	15.5%	12.2%	13.8%	15.0%
EPS (元)	0.47	0.38	0.49	0.63
PE (倍)	88.9	111.7	85.0	66.6

盈利预测与评级

收入预测：

云服务业务：2020 年是新一轮全球科技周期起点，云计算是关键基础基础，国家政策不断推动企业上云，未来“云化”将是主线。同时，在国产替代的潮流下，原国际厂商老用户也纷纷转用国内产品。公司作为国内企业服务龙头，2019 年亦成功获得部分原国际厂商用户认可。我们认为，公司云转型成效显著，面向大中小企业市场产品体系完备，未来公司凭借在企业服务行业多年深耕，云服务业务将受益科技革新和国产替代浪潮，保持高速增长。预计 2020–2022 年公司云服务业务收入增速分别为：80%、50% 和 40%。

软件业务：公司正实施全面云化战略，研发力量大量投入云计算相关研究，传统软件业务未来或将持续缩水。预计 2020–2022 年公司软件业务收入增速平均为：-5%。

金融服务：公司金融服务业务分为支付和投融资信息服务。报告期内支付业务实现收入 6.5 亿元，大幅增长 319%。而互联网投融资业务受政策监管影响，收入同比下降 41%，为 6.4 元。我们认为，我国中小企业融资难、融资贵问题一直是政府关注重点，同时在供应链领域，更加便捷高效的支付解决方案亦能极大提升企业运营效率，公司金融服务业长期发展空间巨大。但由于监管因素，投融资信息服务业务需要稳健经营、控制适度规模，本着谨慎性原则，预计 2020–2022 年公司基金融服务业收入增速平均为：5%

Figure 1 收入预测

收入预测(亿元)					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
软件服务收入	55.79	51.95	49.35	46.89	44.54
增速	8.7%	-6.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
云服务收入	8.51	19.70	35.46	53.20	74.47
增速	108.0%	131.6%	80.0%	50.0%	40.0%
金融服务收入	12.44	12.93	13.57	14.25	14.96
增速	54.9%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他收入	0.31	0.52	0.52	0.52	0.52
增速		69.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	77.03	85.10	98.91	114.85	134.50
增速	21.4%	10.5%	16.2%	16.1%	17.1%

资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

毛利率和费率预测：

毛利率：报告期内，公司毛利率受部分传统软件产品停售影响和新的云服务产品推广期所需，有所下滑。公司极为重视研发，2019 年研发费用增长 25.3%，占收入比重上升 2.3 个百分点。我们认为，毛利率下滑是公司在云转型关键阶段的短期现象，未来随着云产品不断成熟，业务规模和市场占有持续扩大，加之公司在研发方面历来重视标准化和产品化，公司未来毛利率有望回升。预计 2020-2022 年，公司毛利率分别为：68%、69% 和 70%。

销售费率：公司是国内企业信息化服务龙头，拥有较高的业内口碑和丰富的客户资源。同时，随着公司企业云服务生态建设逐渐成熟，销售费率有望持续减少。预计 2020-2022 年，公司销售费率分别为：11%、10.5% 和 10.5%。

管理费率：随着未来规模效应显现，公司管理费率(除研发)有望减少。另一方面，历来重视技术研发，未来研发费用将持续增长，预计 2020-2022 年，公司综合管理费率平均为 36%。

财务费率：预计 2020-2022 年，公司综合财务费率平均为 1.4%。

Figure 2 费率预测

费率预测					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费率	21.4%	19.2%	19.0%	18.5%	18.0%
管理费率(除研发)	19.0%	16.3%	16.0%	15.5%	15.0%
研发费率	16.9%	19.2%	20.0%	20.5%	21.0%
财务费率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
毛利率	69.9%	65.4%	68.0%	69.0%	70.0%

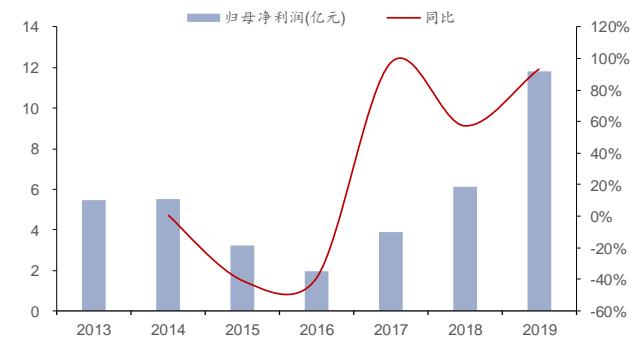
资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

盈利预测与评级：

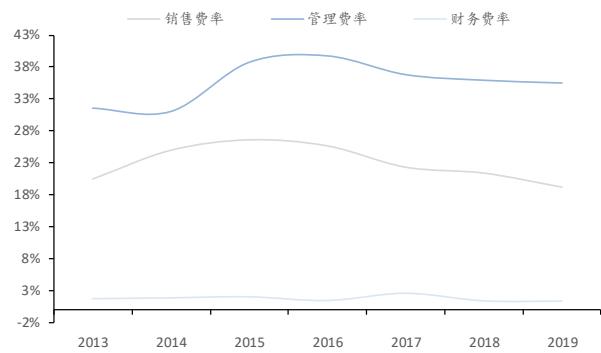
根据我们的假设，预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 85.1 亿元、98.9 亿元和 115 亿元，同比增长 16.2%、16.1% 和 17.1%；归母净利润分别为 9.4 亿元、12.4 亿元和 15.8 亿元，同比增长 -20.39%、31.34% 和 27.7%；对应 EPS 分别为 0.38 元/0.49 元/0.63 元，对应市盈率为 111 倍/85 倍/66 倍。公司云转型进入深水区，传统软件业务转云过程中或有部分客户流失，云与传统业务收入短期内或将此消彼长。同时公司金融服务业务受政策监管影响，未来短期可能进入平稳发展期。但公司在国内企业信息服务行业龙头地位稳固，企业服务生态建设顺利，云服务业务近 3 年持续爆发式增长，未来有望继续驱动公司业绩，看好公司长期价值。维持“增持”评级。

Figure 3 公司营业收入与增速

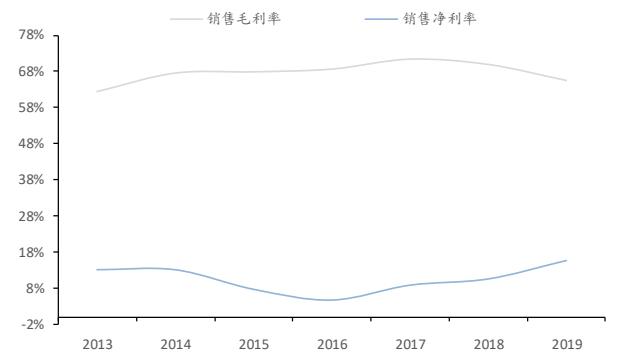
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 4 公司归母净利润与增速

数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 5 公司三项费率

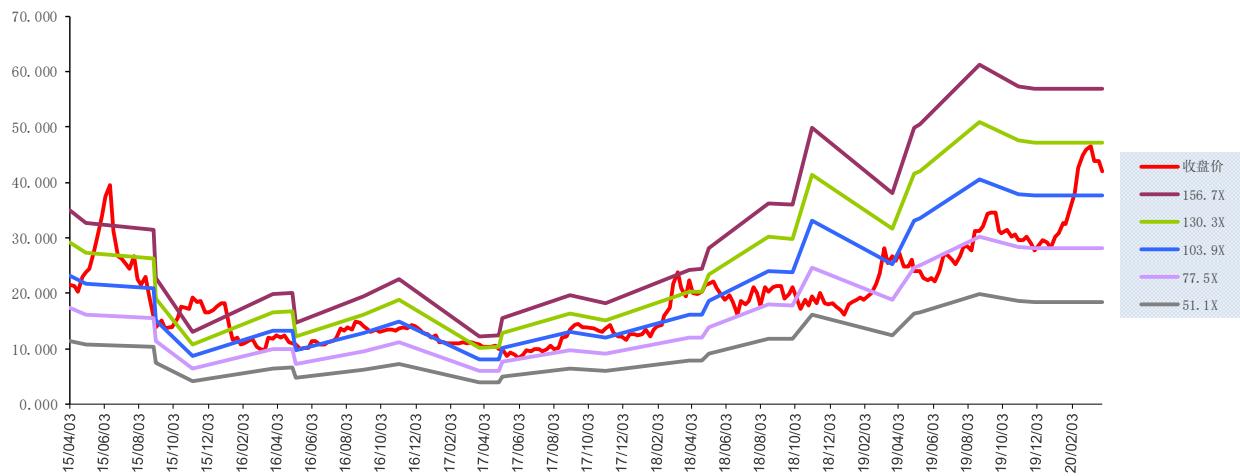
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 6 公司销售毛利率与销售净利率

数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 7 P/E (TTM) Band

用友网络 600588.SH



资料来源: wind、世纪证券研究所

风险提示

➤ 技术研发不及预期

公司正处于云转型关键时期，如果云计算相关技术攻关受阻，将极大延迟公司云转型进程，进而影响公司业绩。

➤ 云转型期部分流失

公司加快了云转型进程，2019 年下半年停售 NC 产品，原有客户并未全部转化为 NC Cloud 客户，未来如果流失比例加大，将影响公司业绩增长。

附：报表预测

报表预测(百万元)					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7703.50	8509.66	9890.72	11485.02	13449.70
减： 营业成本	2314.83	2942.23	3165.03	3560.36	4034.91
营业税金及附加	110.29	112.62	140.09	162.67	190.50
营业费用	1648.80	1633.78	1879.24	2124.73	2420.95
管理费用	1464.94	1389.01	3560.66	4134.61	4841.89
财务费用	109.61	117.79	47.95	-46.88	-86.36
资产减值损失	294.13	-36.10	185.73	185.73	185.73
加： 投资收益	100.56	287.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	235.09	50.00	30.00	30.00
其他经营损益	-1300.73	-1838.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	560.71	1034.18	962.03	1393.81	1892.08
加： 其他非经营损益	389.62	369.67	400.00	400.00	400.00
利润总额	950.33	1403.85	1362.03	1793.81	2292.08
减： 所得税	140.15	82.54	157.44	211.66	271.45
净利润	810.19	1321.31	1204.58	1582.15	2020.63
减： 少数股东损益	198.06	138.32	262.75	345.11	440.76
归属母公司股东净利润	612.13	1182.99	941.83	1237.04	1579.88
每股收益(元)	0.244	0.472	0.376	0.494	0.631
财务分析和估值指标汇总					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	69.95%	65.42%	68.00%	69.00%	70.00%
三费/销售收入	41.84%	36.91%	55.48%	54.09%	53.36%
EBIT/销售收入	13.84%	17.93%	13.96%	14.92%	16.11%
EBITDA/销售收入	17.04%	21.86%	14.06%	15.00%	16.11%
销售净利率	10.52%	15.53%	12.18%	13.78%	15.02%
资产负债率					
ROE	9.32%	16.49%	11.83%	13.75%	15.31%
ROA	7.79%	9.56%	10.69%	11.63%	12.92%
ROIC	8.33%	13.80%	14.59%	20.54%	30.62%
增长率					
销售收入增长率	21.44%	10.46%	16.23%	16.12%	17.11%
EBIT 增长率	34.84%	43.09%	-9.48%	24.06%	26.44%
EBITDA 增长率	30.77%	41.69%	-25.26%	23.90%	25.77%
净利润增长率	44.67%	63.09%	-8.83%	31.34%	27.71%
总资产增长率	7.19%	16.55%	-19.04%	13.99%	13.88%
股东权益增长率	12.34%	9.16%	10.99%	13.00%	14.70%
经营营运资本增长率	-83.82%	-446.10%	13.38%	-62.51%	-17.55%
资本结构					
资产负债率	44.13%	48.23%	27.92%	27.39%	25.73%
投资资本/总资产	45.69%	35.18%	42.55%	33.88%	27.79%
带息债务/总负债	55.07%	55.60%	1.25%	1.12%	1.04%
流动比率	1.18	1.14	1.66	1.98	2.37
速动比率	1.04	1.04	1.43	1.77	2.18
股利支付率	0.00%	0.00%	16.31%	16.31%	16.31%
收益留存率	100.00%	100.00%	83.69%	83.69%	83.69%
资产管理效率					
总资产周转率	0.56	0.53	0.77	0.78	0.80
固定资产周转率	3.72	3.39	4.26	5.37	6.89
应收账款周转率	5.12	6.22	6.59	7.66	8.97
存货周转率	106.34	128.71	126.60	142.41	161.40

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。