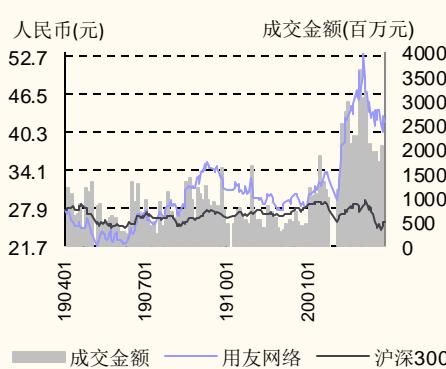


用友网络(600588.SH) 买入(维持评级)

公司点评

 市场价格(人民币): 42.00元
 目标价格(人民币): 49.12-49.12元
市场数据(人民币)

总股本(亿股)	25.04
已上市流通A股(亿股)	24.93
总市值(亿元)	1,051.85
年内股价最高最低(元)	53.41/40.25
沪深300指数	3710
上证指数	2772

**相关报告**

- 《重磅云产品齐发力,云转型加速-用友网络三季报点评》,2019.10.31
- 《NC Cloud表现亮眼,云业务增长超预期-用友》,2019.8.19
- 《云领未来,荣于生态-用友网络深度》,2019.6.2

罗露

 分析师SAC执业编号: S1130520020003
 luolu@gjzq.com.cn

孟林

 联系人
 menglin@gjzq.com.cn
云收入逆势高增,转型发展再提速**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	10,171	12,420	15,188
营业收入增长率	21.44%	10.46%	19.53%	22.11%	22.28%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,099	1,499	2,165
归母净利润增长率	57.33%	93.26%	-7.09%	36.38%	44.46%
摊薄每股收益(元)	0.319	0.472	0.439	0.599	0.865
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	16.49%	13.70%	16.53%	20.60%
P/E	66.67	60.11	95.70	70.17	48.58

来源:公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月27日,公司发布2019年年度报告,全年实现营业收入85.10亿元,同比增长10.5%;实现归母净利润11.83亿元,同比增长93.3%;实现扣非归母净利润6.77亿元,同比增长27.3%。

经营分析

- **云+软件整体稳增,收入结构持续优化。**2019年公司非金融类云服务业务实现收入19.70亿元,同比增长131.6%,占整体营收的比重已达23.2%;传统软件业务实现收入51.95亿元,同比下降6.9%,占整体营收的比重为61.0%。在传统软件收入下滑的情况下,云+传统软件合计收入仍能维持约11.4%的同比增速,表明公司云业务获客以新客户为主,云产品市场竞争力突出。此外,去年公司支付服务业务实现收入6.51亿元,同比增长319.1%;互联网投资融资信息服务业务实现收入6.42亿元,同比下降41.0%,均在预期之内。
- **云业务仍是最大亮点,多指标印证云转型加速。**在宏观经济下行压力下,2019年公司非金融类云服务业务同比高增,超市场预期。其中,大中型企业云服务业务实现收入18.24亿元,同比增长124.4%;小微企业云服务业务实现收入1.46亿元,同比增长289.1%。从关键指标上看,截至去年末:公司云服务业务累计付费企业客户数为51.22万家,同比增长41.5%;非金融类云服务预收账款达5.94亿元,同比增长97%,占云收入比例达30.1%;企业客户续约率和客单价均稳步提高(大中企业及小微企业客单价分别达9.85万元和1571元);云市场实现入驻伙伴突破5000家,入驻产品及服务突破8000个。核心产品方面,YonSuite已完成数家客户项目验证,预期今年实现规模落地;NCC实现收入4亿元,同比增长500倍,客户数近500家。
- **销售及管理费用把控良好,云投入逆势加大。**2019年,公司销售费用同比下降0.9%,销售费用率由去年的21.4%下降至19.2%;管理费用同比仅增1.0%,管理费用率由17.9%下降至16.3%;研发费用逆势高增17.3%,研发费用率由16.89%提升至19.16%,主要系云服务业务加大投入导致。我们认为,公司持续增加云方面的投入,坚定走云转型路线,在云计算渗透率全面提升的大背景下,将充分受益行业高增长红利。

盈利预测与投资建议

- 鉴于公司云转型效果好于预期,我们上调公司2020-2022年盈利预测,预计归母净利润分别为10.99/14.99/21.65亿元(上调38.3%/54.0%/18.4%),EPS分别为0.44/0.60/0.87元。采用分部估值法,测算2021年公司合理市值为1,230亿元,目标价至49.12元,维持“买入”评级。

风险提示

- 企业上云进度不及预期;行业竞争加剧;企业IT支出大幅缩减。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,344	7,703	8,510	10,171	12,420	15,188
增长率	21.4%	10.5%	19.5%	22.1%	22.3%	
主营业务成本	-1,812	-2,315	-2,942	-3,438	-4,124	-4,936
% 销售收入	28.6%	30.0%	34.6%	33.8%	33.2%	32.5%
毛利	4,531	5,389	5,567	6,733	8,297	10,252
% 销售收入	71.4%	70.0%	65.4%	66.2%	66.8%	67.5%
营业税金及附加	-95	-110	-113	-132	-161	-197
% 销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-1,417	-1,649	-1,634	-1,851	-2,174	-2,582
% 销售收入	22.3%	21.4%	19.2%	18.2%	17.5%	17.0%
管理费用	-2,334	-1,465	-1,389	-1,607	-1,913	-2,278
% 销售收入	36.8%	19.0%	16.3%	15.8%	15.4%	15.0%
研发费用	0	-1,301	-1,630	-2,136	-2,497	-2,886
% 销售收入	0.0%	16.9%	19.2%	21.0%	20.1%	19.0%
息税前利润(EBIT)	685	864	802	1,007	1,553	2,309
% 销售收入	10.8%	11.2%	9.4%	9.9%	12.5%	15.2%
财务费用	-169	-110	-118	-84	-8	58
% 销售收入	2.7%	1.4%	1.4%	0.8%	0.1%	-0.4%
资产减值损失	-299	-294	-36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	235	0	0	0
投资收益	72	101	287	200	100	100
% 税前利润	10.4%	10.6%	20.5%	14.1%	5.1%	3.6%
营业利润	676	943	1,405	1,423	1,944	2,767
营业利润率	10.7%	12.2%	16.5%	14.0%	15.7%	18.2%
营业外收支	10	7	-1	0	0	0
税前利润	686	950	1,404	1,423	1,944	2,767
利润率	10.8%	12.3%	16.5%	14.0%	15.7%	18.2%
所得税	-126	-140	-83	-114	-156	-221
所得税率	18.3%	14.7%	5.9%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	560	810	1,321	1,309	1,789	2,545
少数股东损益	171	198	138	210	290	380
归属于母公司的净利润	389	612	1,183	1,099	1,499	2,165
净利率	6.1%	7.9%	13.9%	10.8%	12.1%	14.3%

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,022	5,531	7,147	6,322	7,534	8,978
应收账款	1,860	1,899	1,824	2,215	2,704	3,307
存货	32	22	23	23	25	27
其他流动资产	1,366	889	1,174	1,214	1,282	1,354
流动资产	7,279	8,340	10,168	9,774	11,546	13,666
% 总资产	51.9%	54.8%	58.0%	57.0%	60.8%	64.4%
长期投资	2,406	2,380	2,877	2,877	2,877	2,877
固定资产	2,420	2,519	2,510	2,530	2,544	2,549
% 总资产	17.2%	16.6%	14.3%	14.8%	13.4%	12.0%
无形资产	1,838	1,868	1,779	1,823	1,879	1,948
非流动资产	6,755	6,881	7,370	7,375	7,455	7,539
% 总资产	48.1%	45.2%	42.0%	43.0%	39.2%	35.6%
资产总计	14,034	15,221	17,538	17,149	19,001	21,205
短期借款	3,641	3,314	4,326	2,535	2,101	1,317
应付款项	1,953	2,376	3,198	3,274	3,921	4,730
其他流动负债	1,331	1,658	1,589	1,870	2,174	2,530
流动负债	6,925	7,348	9,112	7,679	8,196	8,577
长期贷款	305	172	45	45	45	45
其他长期负债	63	49	87	69	69	69
负债	7,293	7,569	9,244	7,793	8,310	8,690
普通股股东权益	5,849	6,571	7,173	8,025	9,069	10,513
其中：股本	1,464	1,918	2,504	2,504	2,504	2,504
未分配利润	1,495	1,786	2,395	3,054	3,953	5,253
少数股东权益	892	1,081	1,122	1,332	1,622	2,002
负债股东权益合计	14,034	15,221	17,538	17,149	19,001	21,205

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.266	0.319	0.472	0.439	0.599	0.865
每股净资产	3.995	3.430	2.865	3.204	3.621	4.198
每股经营现金净流	0.977	1.066	0.558	0.589	0.991	1.323
每股股利	0.000	0.000	0.260	0.176	0.239	0.346
回报率						
净资产收益率	6.65%	9.32%	16.49%	13.70%	16.53%	20.60%
总资产收益率	2.77%	4.02%	6.75%	6.41%	7.89%	10.21%
投入资本收益率	5.22%	6.60%	5.95%	7.76%	11.13%	15.30%
增长率						
主营业务收入增长率	24.06%	21.44%	10.46%	19.53%	22.11%	22.28%
EBIT增长率	636.84%	26.13%	-7.18%	25.57%	54.18%	48.69%
净利润增长率	97.11%	57.33%	93.26%	-7.09%	36.38%	44.46%
总资产增长率	15.46%	8.46%	15.23%	-2.22%	10.80%	11.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.3	68.3	56.3	54.0	52.0	50.0
存货周转天数	6.7	4.2	2.8	2.5	2.2	2.0
应付账款周转天数	89.5	71.6	65.3	60.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	120.7	98.2	107.6	90.8	74.7	61.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.13%	-26.73%	-36.15%	-42.36%	-52.47%	-62.62%
EBIT利息保障倍数	4.1	7.9	6.8	12.0	192.4	-39.7
资产负债率	51.97%	49.73%	52.71%	45.44%	43.73%	40.98%

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	0	6	15	30
增持	0	0	1	3	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.14	1.17	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-02	买入	22.83	31.54~31.54
2	2019-08-19	买入	31.20	N/A
3	2019-10-31	买入	29.50	N/A

来源：国金证券研究所

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，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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