

加速云转型步伐，云服务保持高增长

增持|维持
事件：

公司于8月28日晚发布《2020年半年度报告》。上半年，公司实现营业收入29.50亿元，同比下降10.95%，实现归母净利润2560.10万元，同比下降94.69%。

点评：

- **云服务业务收入持续高增长，累计付费客户数量稳步提升**

受新冠肺炎疫情阶段性影响，部分大中型企业客户采购延后，一些小微企业客户谨慎、减缓采购。上半年，分业务来看，软件业务实现收入15.87亿元，同比下降29.4%；互联网投融资信息服务业务实现收入1.54亿元，同比下降58.2%；公司稳健经营，加速云转型步伐，**云服务业务（不含金融类云服务业务）收入持续高增长，实现收入7.50亿元，同比增长59.1%**，其中，小微企业云服务业务实现收入7866万元，同比增长73.8%；大中型云服务业务实现收入6.72亿元，同比增长57.5%。截至上半年底，公司云服务业务累计付费企业客户数为56.71万家，较一季度末增长5.6%（较2019年半年度末增长31.9%）。

- **加速云转型步伐，全面提升高端、中端、小微业务竞争力**

上半年，公司加速云转型步伐，升级高端业务全栈能力，提升中端业务竞争力，加快小微企业生态拓展。**1) 大型企业业务：**公司全力研发和打造商业创新平台YonBIP，积极推进国产化替代项目，助力企业数智化转型与建设。**2) 中型企业业务：**YonSuite发布V202005版本，助力成长型企业复工复产；U8Cloud云ERP产品获市场高度认可。**3) 小微企业业务：**聚焦小微企业财务和管理服务，发布畅捷通好会计旗舰版等新产品。**4) 政府与其他公共组织业务：**在财政、社保、教育等方面均取得建树。**5) 金融等其他服务业务：**互联网保险经纪业务引进市场热销保险产品，客户数量稳步增加。

- **计划定增募集资金64.30亿元，重金打造用友商业创新平台YonBIP**

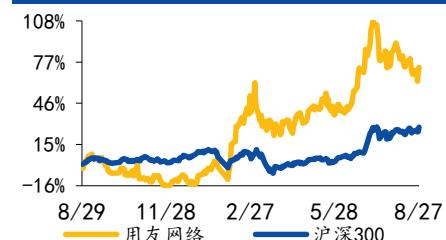
7月1日，公司发布《2020年度非公开发行A股股票预案》，拟募集资金总额不超过64.30亿元，用于投资用友商业创新平台YonBIP建设项目（45.97亿元）、用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目（6.28亿元）以及补充流动资金及归还银行借款（12.05亿元）。我们认为，YonBIP将提升企业服务产业效率，增强产业整体竞争力，有望显著提升公司核心竞争力，有助于公司实现全球领先的企业云服务供应商的战略目标。

- **投资建议与盈利预测**

公司在传统企业管理软件领域深耕多年，行业地位稳固；云服务是战略发展方向，处于快速成长期。预测公司2020-2022年营业收入为96.37亿元、113.62亿元、132.61亿元，归母净利润为9.61亿元、11.35亿元、13.44亿元，EPS为0.30、0.35、0.41元/股。公司目前处于转型期，研发投入较多，采用PS估值较为合理，过去三年PS主要运行在5-20倍之间，考虑到持续推动云转型，PS估值有望逐步提升，调升公司2020年目标PS至18倍，对应目标价为53.39元，维持“增持”评级。

- **风险提示**

宏观经济下行，下游客户需求释放缓慢；云服务转型推进不及预期；互联网投融资信息服务业务政策风险；人才流失等。

当前价/目标价：43.79元/53.39元
目标期限：6个月
基本数据
52周最高/最低价（元）：53.41 / 27.76
A股流通股（百万股）：3246.74
A股总股本（百万股）：3248.72
流通市值（百万元）：142174.95
总市值（百万元）：142261.50
过去一年股价走势

资料来源：Wind
相关研究报告

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH):云转型进展顺利，收入维持高增长》2020.03.29

报告作者
分析师 耿军军
执业证书编号 S0020519070002
电话 021-51097188-1856
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn
联系人 陈图南
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7703.50	8509.66	9636.94	11361.95	13260.63
收入同比(%)	21.44	10.46	13.25	17.90	16.71
归母净利润(百万元)	612.13	1182.99	961.04	1135.08	1343.50
归母净利润同比(%)	57.33	93.26	-18.76	18.11	18.36
ROE(%)	9.32	16.49	12.05	13.30	14.55
每股收益(元)	0.19	0.36	0.30	0.35	0.41
市盈率(P/E)	232.86	120.49	148.32	125.58	106.10

资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 1：用友网络过去 3 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8340.11	10168.32	12200.79	13281.83	14529.83
现金	5530.81	7147.45	8668.94	9244.74	10008.50
应收账款	1389.93	1234.21	1648.53	1980.27	2284.67
其他应收款	393.44	456.29	521.36	609.00	700.16
预付账款	65.64	90.46	97.14	113.04	131.28
存货	21.77	22.86	33.28	41.67	50.72
其他流动资产	938.51	1217.05	1231.54	1293.11	1354.50
非流动资产	6880.79	7370.07	6853.94	7171.73	7525.17
长期投资	1702.89	1781.94	1803.27	1846.52	1869.61
固定资产	2073.15	2509.50	2507.22	2509.10	2524.74
无形资产	875.92	870.24	1011.30	1156.20	1311.25
其他非流动资产	2228.83	2208.38	1532.15	1659.91	1819.57
资产总计	15220.90	17538.38	19054.73	20453.56	22055.00
流动负债	7324.16	9112.40	9700.87	10368.98	11086.89
短期借款	3156.40	4235.54	4346.42	4565.32	4696.58
应付账款	455.62	597.05	691.45	810.68	939.33
其他流动负债	3712.13	4279.80	4663.00	4992.98	5450.98
非流动负债	244.78	131.79	137.95	168.15	196.22
长期借款	171.67	45.00	66.32	89.89	115.85
其他非流动负债	73.11	86.79	71.63	78.26	80.37
负债合计	7568.93	9244.19	9838.82	10537.13	11283.11
少数股东权益	1081.27	1121.56	1241.32	1380.50	1537.11
股本	1917.83	2503.90	3255.07	3255.07	3255.07
资本公积	2120.76	1762.11	1010.94	1010.94	1010.94
留存收益	2613.13	3391.81	3701.84	4276.92	4969.68
归属母公司股东权益	6570.70	7172.63	7974.59	8535.93	9234.77
负债和股东权益	15220.90	17538.38	19054.73	20453.56	22055.00

现金流量表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2042.65	1533.04	1889.32	1315.22	1641.31
净利润	810.19	1321.31	1080.81	1274.25	1500.12
折旧摊销	246.51	334.32	239.08	250.03	252.94
财务费用	109.61	117.79	189.59	184.79	187.75
投资损失	-100.56	-287.20	-102.36	-104.37	-106.52
营运资金变动	452.10	-31.15	66.50	-117.17	34.70
其他经营现金流	524.80	77.97	415.70	-172.31	-227.69
投资活动现金流	151.64	-182.96	-231.42	-228.02	-218.77
资本支出	486.96	375.72	130.14	141.28	162.86
长期投资	-485.69	180.06	21.33	43.25	23.09
其他投资现金流	152.91	372.82	-79.95	-43.49	-32.82
筹资活动现金流	-766.60	-154.60	-136.41	-511.41	-658.77
短期借款	-293.60	1079.14	110.88	218.90	131.26
长期借款	-133.47	-126.67	21.32	23.57	25.96
普通股增加	453.61	586.07	751.17	0.00	0.00
资本公积增加	-98.26	-358.65	-751.17	0.00	0.00
其他筹资现金流	-694.90	-1334.49	-268.61	-753.88	-815.99
现金净增加额	1433.82	1188.56	1521.49	575.80	763.76

利润表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7703.50	8509.66	9636.94	11361.95	13260.63
营业成本	2314.83	2942.23	3481.61	4314.44	5230.11
营业税金及附加	110.29	112.62	134.92	159.07	186.97
营业费用	1648.80	1633.78	1893.66	2183.77	2520.85
管理费用	1375.44	1389.01	1562.15	1808.82	2083.24
研发费用	1390.24	1630.13	1853.39	2010.63	2126.90
财务费用	109.61	117.79	189.59	184.79	187.75
资产减值损失	-294.13	-36.10	-24.37	-25.63	-26.68
公允价值变动收益	0.00	235.09	121.24	132.35	137.53
投资净收益	100.56	287.20	102.36	104.37	106.52
营业利润	943.12	1404.62	1157.34	1351.31	1586.16
营业外收入	16.23	8.76	12.23	13.07	14.83
营业外支出	9.01	9.53	9.04	9.23	9.35
利润总额	950.33	1403.85	1160.53	1355.15	1591.64
所得税	140.15	82.54	79.73	80.90	91.52
净利润	810.19	1321.31	1080.81	1274.25	1500.12
少数股东损益	198.06	138.32	119.77	139.17	156.62
归属母公司净利润	612.13	1182.99	961.04	1135.08	1343.50
EBITDA	1299.24	1856.74	1586.02	1786.14	2026.86
EPS(元)	0.32	0.47	0.30	0.35	0.41

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.44	10.46	13.25	17.90	16.71
营业利润(%)	39.47	48.93	-17.60	16.76	17.38
归属母公司净利润(%)	57.33	93.26	-18.76	18.11	18.36
盈利能力					
毛利率(%)	69.95	65.42	63.87	62.03	60.56
净利率(%)	7.95	13.90	9.97	9.99	10.13
ROE(%)	9.32	16.49	12.05	13.30	14.55
ROIC(%)	28.18	60.91	48.31	52.19	59.56
偿债能力					
资产负债率(%)	49.73	52.71	51.63	51.52	51.16
净负债比率(%)	45.73	47.28	46.58	45.83	44.32
流动比率	1.14	1.12	1.26	1.28	1.31
速动比率	1.13	1.11	1.25	1.28	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.52	0.53	0.58	0.62
应收账款周转率	4.00	4.75	4.98	4.99	4.96
应付账款周转率	5.10	5.59	5.40	5.74	5.98
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.36	0.30	0.35	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.47	0.58	0.40	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.20	2.45	2.62	2.84
估值比率					
P/E	232.86	120.49	148.32	125.58	106.10
P/B	21.69	19.87	17.87	16.70	15.44
EV/EBITDA	106.63	74.61	87.35	77.56	68.35

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188