

云业务持续增长，YonBIP 战略发布

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-31

收盘价（元）	43.79
近 12 个月最高/最低（元）	54.35/20.88
总股本（百万股）	3248.72
流通股本（百万股）	3246.74
流通股比例 (%)	99.94
总市值（亿元）	1422.62
流通市值（亿元）	1421.75

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

研究助理：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业研究_行业深度_智造升级，科技赋能主旋律——工业互联网深度研究》 2020-05-26
- 《华安证券_行业研究_计算机行业_事件点评_工业互联网<2020 年工作计划>释放政策利好》 2020-07-13
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_深度报告_用友网络：企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来》 2020-08-25

主要观点：

事件概述：公司 8 月 28 日发布半年报，2020H1 实现营业收入 29.50 亿元，同比下降 10.95%，2020Q2 单季度实现营业收入 18.62 亿元，同比下降 9.66%，降幅有所收窄。公司 2020H1 实现归母净利润 0.26 亿元，同比下降 94.69%，Q2 单季度实现归母净利润 2.63 亿元，同比下降 34.17%

疫情影响收入增速，云业务持续快速增长

从公司收入结构来看，2020H1 软件业务实现收入 15.87 亿元，同比下降 29.4%；云业务实现收入 7.50 亿元，同比增长 59.1%；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%。我们认为公司上半年营业收入有所下降，主要是受新冠疫情影响，部分大中型客户采购延后、一些小微企业客户谨慎、减缓采购带来收入特别是软件业务收入的下滑。另一方面，由于公司总部位于北京，6 月份北京疫情的反复也为公司在上半年最重要的月份落实订单带来了障碍。因此，我们认为公司收入下滑主要是短期因素的影响，从 Q2 情况来看，收入降幅有所收窄，全年我们依然看好公司收入实现正增长。

上半年公司云业务维持较快增长，长期我们依然看好。1) **收入增速：**2020H1 公司实现云业务收入增长 59.1%，继续维持了较高增速。2) **用户数：**2020H1 公司累计云服务客户数达到 597 万家，同比增长 9.9%，其中累计付费客户数达到 56.71 万家，同比增长 31.85%。3) **续约率：**2020H1 大中型企业续约率 61.81%，同比提升 3.26pct，小微企业续约率 54.82%，同比提升 0.42pct。4) **云生态：**上半年云市场入驻伙伴突破 7000 家，入驻产品及服务突破 11000 个。5) **云产品线：**2020H1 公司发布低代码开发平台 YonBuilder，迭代 NC Cloud202005 版本以及 Yonsuite V202005 版本，同时发布战略级产品 YonBIP，使得公司云业务的产品线逐渐完善，产品能力大幅提升。

毛利率结构性下降，人员增长和投资收益影响短期净利润

毛利率来看，公司 2020H1 综合毛利率 53.73%，同比下降 12.25pct，降幅较 Q1 时的 16.09pct 有所收窄。毛利率下降主要由于公司金融业务的占比由 2019H1 的 17% 提升至 2020H1 的 21%，而金融业务的成本增长较快，导致综合毛利率结构性下降。展望全年，随着疫情影响的逐步消退，公司高毛利的软件业务和云业务增速有望加快，从而带动综合毛利率提升。

利润端来看，上半年公司针对新的市场机会，加大了高级专业人才尤其是高级研发人才的引进，人员同比增加 756 人。此外，公司在疫情期间不仅未专项裁员，同时对部分优秀员工适度涨薪，并顺利实施新一期股权激励计划。因此，人员成本的增加影响了净利润的释放。另一方面，公司去年同期处置随锐科技实现投资收益 1.70 亿元，今年同期投资收益仅有 0.28 亿元。我们认为公司人员增长和投资收益减少直接导致 2020H1 归母净利润同比下降较多。全年来看，随着公司收入增长逐渐恢复，费用率或将下降，净利润下滑的幅度有望收窄。

发布战略级产品 YonBIP，商业创新平台开启用友新征程

公司发布战略级产品 YonBIP。8月6日，在用友2020年商业创新大会上，用友隆重发布战略级新产品——YonBIP，我们认为这标志着用友战略3.0-II阶段的正式开启，也将助力用友迈向社会级平台服务商的新征程。YonBIP是用友的商业创新平台，主要面向大型、巨型企业，融合先进且高可用技术平台和公共与关键商业应用于服务，支撑和运行客户的商业创新、业务创新和管理变革，是一个数字化、智能化、高弹性、安全可信、社会化、全球化、平台化、生态化的综合型服务平台。

YonBIP 助力公司构建产业生态。YonBIP具备技术中台、数据中台、智能中台和业务中台，全面支撑财务云、人力云、协同云、营销云、采购云、制造云、供应链云、金融云等八大领域云。同时，YonBIP底层的低代码开发平台YonBuilder和集成连接平台APILink能够对接企业和行业ISV，帮助用友携手合作伙伴共同服务企业客户，构筑产业生态。

依托 YonBIP，积极把握企业云化和国产化浪潮。当前用友面临企业云化和国产化的巨大机遇，一方面技术、政策、内生需求驱动企业上云转型，另一方面信创有望从底层的服务器操作系统向上层的应用软件延伸，Oracle在云时代的投入放缓给予了用友国产替代的空间。公司有望依托商业创新平台YonBIP，积极把握大型、巨型企业上云转型和国产化的浪潮，实现新三十年的新成长。

投资建议

暂不考虑支付业务剥离的影响，我们预计公司2020/21/22年实现营业收入96.85/114.17/142.42亿元，同比增长13.8%/17.9%/24.7%。预计实现归母净利润11.66/12.16/17.16亿元，同比增长-1.4%/4.2%/41.2%。我们认为公司云业务近三年的增长具有较大确定性，暂不考虑金融业务的估值，针对2022年软件+云收入采用PS估值。预计2022年公司软件+云收入124亿元，给予15倍PS，对应合理估值1850亿元，维持“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,510	9,685	11,417	14,242
收入同比(%)	10.5%	13.8%	17.9%	24.7%
归属母公司净利润	1,183	1,166	1,216	1,716
净利润同比(%)	93.3%	-1.4%	4.2%	41.2%
毛利率(%)	65.4%	64.6%	65.0%	65.2%
ROE(%)	17.2%	15.7%	15.2%	19.5%
每股收益(元)	0.54	0.41	0.37	0.53
P/E	60.11	119.77	114.90	81.39
P/B	9.91	18.16	16.89	14.98
EV/EBITDA	40.58	85.30	81.66	60.71

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

- 1) 国内外疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；
- 2) 信创产业推进速度不及预期；
- 3) 企业上云政策力度放缓，上云积极性不及预期；
- 4) 中美贸易摩擦加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,168	10,738	13,396	17,241	营业收入	8,510	9,685	11,417	14,242
现金	7,147	7,512	10,021	13,382	营业成本	2,942	3,430	3,997	4,959
应收账款	1,368	1,371	1,232	1,235	营业税金及附加	113	128	151	188
其他应收款	456	519	612	764	销售费用	1,634	1,858	2,162	2,548
预付账款	90	103	121	151	管理费用	3,019	3,501	4,123	4,933
存货	23	29	31	44	财务费用	118	87	91	94
其他流动资产	1,084	1,232	1,410	1,709	资产减值损失	172	175	157	159
非流动资产	7,370	8,370	8,231	8,399	公允价值变动收益	235	0	0	0
长期投资	1,782	1,782	1,782	1,782	投资净收益	287	498	305	226
固定资产	2,510	2,355	2,211	2,075	营业利润	1,405	1,384	1,443	2,037
无形资产	870	1,063	1,285	1,540	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	2,208	3,171	2,954	3,002	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	17,538	19,108	21,628	25,640	利润总额	1,404	1,384	1,443	2,037
流动负债	9,112	10,071	11,869	14,628	所得税	83	81	85	120
短期借款	4,326	4,685	5,523	6,890	净利润	1,321	1,303	1,358	1,917
应付账款	597	536	675	692	少数股东损益	138	136	142	201
其他流动负债	4,190	4,849	5,671	7,046	归属母公司净利润	1,183	1,166	1,216	1,716
非流动负债	132	87	87	87	EBITDA	1,860	1,688	1,758	2,365
长期借款	45	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.36	0.37	0.53
其他非流动负债	87	87	87	87					
负债合计	9,244	10,157	11,956	14,715					
少数股东权益	1,122	1,258	1,400	1,601					
股本	2,504	3,249	3,249	3,249					
资本公积	1,762	1,890	2,032	2,291					
留存收益	2,907	2,554	2,991	3,785					
归属母公司股东权益	7,173	7,693	8,272	9,324					
负债和股东权益	17,538	19,108	21,628	25,640					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,533	1,409	2,445	2,920	成长能力				
净利润	1,321	1,303	1,358	1,917	营业收入	10.46%	13.81%	17.88%	24.74%
折旧摊销	274	216	224	234	营业利润	48.93%	-1.46%	4.24%	41.18%
财务费用	118	87	91	94	归属于母公司净利润	93.26%	-1.41%	4.24%	41.18%
投资损失	(287)	(498)	(305)	(226)	获利能力				
营运资金变动	(338)	301	1,077	900	毛利率(%)	65.42%	64.59%	64.99%	65.18%
其他经营现金流	446	0	0	0	净利率(%)	13.90%	12.04%	10.65%	12.05%
投资活动现金流	(183)	(626)	(46)	(167)	ROE(%)	17.22%	15.69%	15.23%	19.51%
资本支出	(215)	(315)	(351)	(393)	ROIC(%)	10.64%	11.25%	11.70%	15.25%
长期投资	664	(311)	305	226	偿债能力				
其他投资现金流	(632)	0	0	0	资产负债率(%)	52.71%	53.16%	55.28%	57.39%
筹资活动现金流	(155)	(418)	110	608	净负债比率(%)	-33.48%	-31.58%	-46.51%	-59.43%
短期借款	1,012	360	838	1,367	流动比率	1.12	1.07	1.13	1.18
长期借款	(127)	(45)	0	0	速动比率	1.11	1.06	1.13	1.18
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.53	0.56	0.60
其他筹资现金流	(1,040)	(733)	(727)	(758)	应收账款周转率	5.92	7.07	8.77	11.55
现金净增加额	1,195	365	2,509	3,361	应付账款周转率	5.59	6.05	6.60	7.26
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.36	0.37	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.43	0.75	0.90
					每股净资产(最新摊薄)	2.86	2.37	2.55	2.87
					估值比率				
					P/E	60.1	124.4	119.3	84.5
					P/B	9.9	18.9	17.5	15.6
					EV/EBITDA	40.58	88.49	84.73	62.99

资料来源：WIND，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。