

## 负增长逐季收窄，云服务加速成长

## 增持|维持

### ——用友网络(600588)2020年三季度报点评

#### 事件：

公司于10月30日收盘后发布《2020年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入46.19亿元，同比下降7.78%；实现归母净利润-0.16亿元。

#### 点评：

##### ● 第三季度营业收入同比基本持平，前三季度收入降幅逐步收窄

前三季度，公司营业收入与归母净利润都呈现下滑态势，主要原因是：上半年受新冠疫情影响，部分企业客户采购延后或趋于谨慎减少采购，公司的一些现场实施工作被动延后。伴随着国内疫情逐步得到有效控制，公司积极抢抓市场机遇，追赶项目进度，第三季度实现营业收入16.69亿元和归母净利润-4120.05万元，前三季度营业收入环比半年度降幅收窄3.17pct。前三季度，公司投资净收益为2318.12万元，同比下降90.79%，主要是公司上年同期处置随锐科技股份有限公司部分股权所致。

##### ● 云转型战略推进顺利，云服务业务收入继续保持高增长

分业务来看，前三季度：1)公司云服务业务(不含金融类云服务)实现收入13.81亿元，同比增长76.4%，其中，第三季度云服务业务实现收入6.30亿元，同比增长102.6%。前三季度，签约金额在百万以上的合同总数同比增加122.15%，合同总金额同比增加133.11%。2)软件业务实现收入23.84亿元，同比下降26.6%，较半年度降幅有所收窄。其中，第三季度软件业务实现收入7.97亿元，同比降幅收窄至20.1%；互联网投融资信息服务业务实现收入2.09亿元，同比下降60.4%，其中友金所存量的撮合交易业务余额较上半年末环比下降了28%，存量业务清退有序推进。

##### ● 企业客户数量与付费客户数量持续提升，客单价稳步提高

云服务业务(不含金融类)方面，前三季度：1)大中型企业业务：实现收入12.29亿元，同比增长71.7%，其中，第三季度实现收入5.57亿元，同比增长93%。2)小微企业业务：实现收入1.52亿元，同比增长125.8%，其中，第三季度实现收入7295.81万元，同比增长233.5%。截至三季度末，公司云服务业务的累计企业客户数为627.32万家，第三季度新增客户数量30.06万家；累计付费企业客户数为58.10万家，第三季度新增客户数量1.39万家。公司深化战略转型，坚持“云优先”策略，加速推进云服务业务发展，企业客户客单价稳步提高，续约率保持稳定。

##### ● 投资建议与盈利预测

考虑到疫情对业务的影响，小幅下调公司2020-2022年营业收入至92.87(下调3.50)、110.08(下调3.54)、129.04(下调3.57)亿元，同时小幅下调归母净利润至9.45(下调0.16)、10.76(下调0.59)、13.05(下调0.39)亿元，EPS为0.29、0.33、0.40元/股。公司处于云化转型的关键时期，研发等费用投入较多，采用PS估值法较为合理。公司过去五年PS主要运行在4-20倍之间，考虑到持续推动云转型，PS估值水平有望维持，维持公司2020年18倍的目标PS，目标价为51.12元，维持“增持”评级。

##### ● 风险提示

新冠肺炎疫情可能导致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：43.15元/51.12元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：53.41/27.76

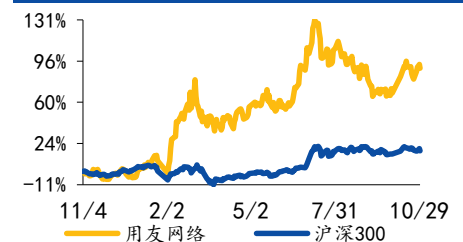
A股流通股(百万股)：3250.26

A股总股本(百万股)：3270.20

流通市值(百万元)：140248.62

总市值(百万元)：141108.95

#### 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)：用户之友，云化未来》2020.08.31

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)：加速云转型步伐，云服务保持高增长》2020.08.29

#### 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

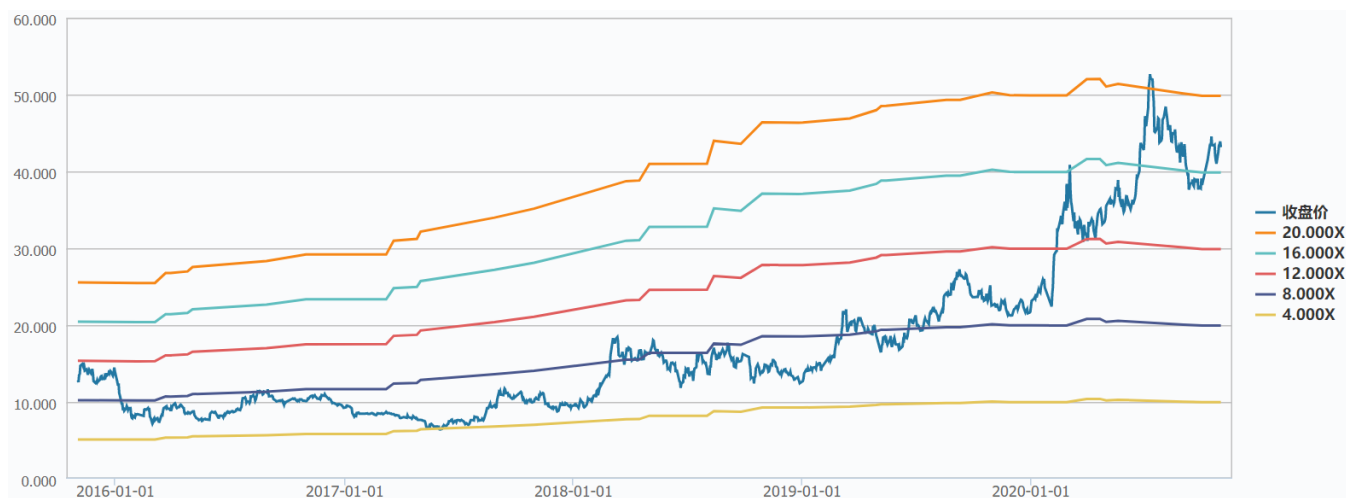
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

### 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	9287.14	11007.92	12904.36
收入同比(%)	21.44	10.46	9.14	18.53	17.23
归母净利润(百万元)	612.13	1182.99	945.47	1075.56	1304.82
归母净利润同比(%)	57.33	93.26	-20.08	13.76	21.32
ROE(%)	9.32	16.49	11.88	12.70	14.24
每股收益(元)	0.19	0.36	0.29	0.33	0.40
市盈率(P/E)	229.45	118.73	148.56	130.59	107.64

资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 1：用友网络过去 5 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					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	8340.11	10168.32	12125.42	13145.80	14383.05
现金	5530.81	7147.45	8678.75	9195.96	9948.67
应收账款	1389.93	1234.21	1588.69	1918.57	2223.29
其他应收款	393.44	456.29	502.43	590.02	681.35
预付账款	65.64	90.46	96.21	111.99	130.08
存货	21.77	22.86	32.96	41.28	50.26
其他流动资产	938.51	1217.05	1226.36	1287.98	1349.40
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	15220.90	17538.38	18979.36	20317.53	21908.22
<b>流动负债</b>	7324.16	9112.40	9644.42	10310.79	11027.08
短期借款	3156.40	4235.54	4346.42	4565.32	4696.58
应付账款	455.62	597.05	684.88	803.15	930.75
其他流动负债	3712.13	4279.80	4613.12	4942.32	5399.75
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	7568.93	9244.19	9782.37	10478.94	11223.30
少数股东权益	1081.27	1121.56	1237.98	1368.68	1520.71
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	3686.27	4210.90	4899.11
<b>归属母公司股东权益</b>	6570.70	7172.63	7959.02	8469.92	9164.20
<b>负债和股东权益</b>	15220.90	17538.38	18979.36	20317.53	21908.22

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2042.65	1533.04	1899.05	1247.91	1597.10
净利润	810.19	1321.31	1061.89	1206.26	1456.86
折旧摊销	246.51	334.32	239.08	250.03	252.94
财务费用	109.61	117.79	189.51	185.14	188.73
投资损失	-100.56	-287.20	-102.36	-104.37	-106.52
营运资金变动	452.10	-31.15	110.57	-116.32	32.77
其他经营现金流	524.80	77.97	400.36	-172.83	-227.67
<b>投资活动现金流</b>	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
<b>筹资活动现金流</b>	-766.60	-154.60	-136.32	-502.68	-625.63
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	-268.52	-745.15	-782.85
<b>现金净增加额</b>	1433.82	1188.56	1531.30	517.21	752.70

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7703.50	8509.66	9287.14	11007.92	12904.36
营业成本	2314.83	2942.23	3448.52	4274.36	5182.34
营业税金及附加	110.29	112.62	122.59	144.20	167.76
营业费用	1648.80	1633.78	1797.06	2115.72	2453.12
管理费用	1375.44	1389.01	1486.87	1752.46	2027.28
研发费用	1390.24	1630.13	1753.39	1910.63	2006.90
财务费用	109.61	117.79	189.51	185.14	188.73
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
<b>营业利润</b>	943.12	1404.62	1124.92	1276.28	1539.60
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
<b>利润总额</b>	950.33	1403.85	1128.11	1280.12	1545.08
所得税	140.15	82.54	66.22	73.86	88.22
<b>净利润</b>	810.19	1321.31	1061.89	1206.26	1456.86
少数股东损益	198.06	138.32	116.42	130.70	152.04
<b>归属母公司净利润</b>	612.13	1182.99	945.47	1075.56	1304.82
EBITDA	1299.24	1856.74	1553.51	1711.46	1981.28
EPS (元)	0.32	0.47	0.29	0.33	0.40

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.44	10.46	9.14	18.53	17.23
营业利润(%)	39.47	48.93	-19.91	13.46	20.63
归属母公司净利润(%)	57.33	93.26	-20.08	13.76	21.32
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	69.95	65.42	62.87	61.17	59.84
净利率(%)	7.95	13.90	10.18	9.77	10.11
ROE(%)	9.32	16.49	11.88	12.70	14.24
ROIC(%)	28.18	60.91	48.18	50.29	58.62
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.73	52.71	51.54	51.58	51.23
净负债比率(%)	45.73	47.28	46.85	46.09	44.55
流动比率	1.14	1.12	1.26	1.27	1.30
速动比率	1.13	1.11	1.25	1.27	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.56	0.61
应收账款周转率	4.00	4.75	4.89	5.01	4.97
应付账款周转率	5.10	5.59	5.38	5.74	5.98
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.36	0.29	0.33	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.47	0.58	0.38	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.20	2.45	2.60	2.82
<b>估值比率</b>					
P/E	229.45	118.73	148.56	130.59	107.64
P/B	21.38	19.58	17.65	16.58	15.33
EV/EBITDA	105.74	73.99	88.44	80.28	69.34

## 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间接损失承担任何责任。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	上海
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	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：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188