

畅捷通拟回 A 股上市，小微企业云有望加速

投资评级：买入（维持）

主要观点：

事件概述

公司 1 月 13 日晚间发布公告，控股子公司畅捷通信息技术股份有限公司董事会已审议通过其拟首次公开发行人民币普通股（A 股）并在中国境内证券交易所上市的初步方案。此前畅捷通已于 H 股上市。此次 A 股 IPO 的发行量不超过发行后畅捷通总股本的 15%（不超过 3833 万股）。

畅捷通是用友小微企业服务的主要载体，云化趋势加速

立足小微企业服务市场，产品品类丰富。畅捷通是用友网络的控股子公司，用友直接持股占比 61.85%，通过子公司间接持股 3.83%，合计持股占比 65.68%。畅捷通主要致力于为中国小微企业提供以财务及管理服务为核心的平台服务、应用服务和数据增值服务。当前畅捷通的主要产品线包括好会计、T+ Cloud、好生意、智+、易代账等，主要侧重于小微企业的财务、税务、营销、供应链管理等多个刚性应用场景。2019 年畅捷通实现收入 4.63 亿元，同比增长 8%，2020 年前三季度实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 5%。

云业务占比逐渐提升，云化趋势加速。畅捷通近几年顺应用友集团整体向云转型的战略发展，当前各个产品线均已经实现云化版本的迭代。2020 年前三季度，畅捷通实现云业务收入 1.52 亿元，同比增长 126%，云业务收入占比达到 44%。云业务新增付费企业用户 4.4 万，同比增长 45%，累积付费企业用户数超过 20.1 万。我们认为小微企业需求相对简单，产品更易标准化，因此在小微市场公有云 SaaS 化模式较大中型企业市场更易推广。畅捷通 2020 年前三季度云业务同比增长 126%，增速较 2020H1 时的 74% 进一步加快，体现出畅捷通向云转型的趋势进一步加速。一方面云化有助于公司触达更多小微企业的长尾用户，另一方面云化有助于降低部署实施的成本，并可以实现敏捷开发和交付，提升用户体验，进一步增强客户粘性。

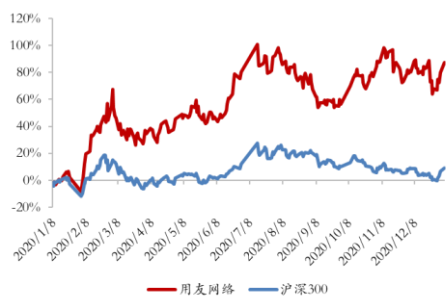
回 A 股上市拓宽融资渠道，有望加大投入提升产品竞争力

此次畅捷通拟回 A 股上市，我们认为有助于扩宽公司融资渠道，进一步提升市场对畅捷通和用友集团整体的认知，为公司发展提供充足的资金支持。当前企业级服务市场正面临数智化、国产化、国际化三浪叠加的重要战略机遇期，企业级服务产品向云转型的趋势越发清晰，市场竞争也进一步加剧，头部企业需要不断加大研发投入、贴近用户需求、打造更加优质的产品，才能够在激烈的竞争中脱颖而出。

因此，我们认为此次畅捷通有望通过在 A 股上市融资进一步解决资金问题，从而将更多的精力投入到对产品的打磨中，为公司的发展构筑更强的竞争壁垒。我们看好畅捷通持续向云转型的进度，畅捷通云业务收入增速有望实现超越用友集团整体的云业务增速，从而驱动集团整体更快发展。

| | |
|-----------------|-------------|
| 报告日期： | 2021-01-14 |
| 收盘价（元） | 43.72 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 54.35/22.42 |
| 总股本（百万股） | 3270.45 |
| 流通股本（百万股） | 3250.70 |
| 流通股比例（%） | 99.40 |
| 总市值（亿元） | 1429.84 |
| 流通市值（亿元） | 1421.21 |

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

联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 《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
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：云业务持续增长，YonBIP 战略发布》 2020-08-31
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：Q3 云业务提速，云优先战略持续推进》 2020-11-02

投资建议

公司控股子公司畅捷通拟回 A 股上市，有望进一步拓宽融资渠道，加大云业务布局，小微企业云业务有望加速发展，带动公司整体云业务的成长。我们持续看好公司向企业级云服务商和商业创新平台提供商转型的发展前景。预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 87.4/106.4/143.0 亿元，同比增长 2.7%/21.8%/34.4%。预计实现归母净利润 6.6/7.8/14.9 亿元，同比增长-43.9%/17.1%/91.1%。公司“软件+云”业务的收入有望继续保持增长，且伴随云业务占比提升，增速有望加快。我们预估公司 2022 年实现“软件+云”收入 124 亿元，给予 15 倍 PS，公司合理估值有望达到 1860 亿元，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 8,510 | 8,738 | 10,639 | 14,302 |
| 收入同比 (%) | 10.5% | 2.7% | 21.8% | 34.4% |
| 归属母公司净利润 | 1,183 | 664 | 778 | 1,486 |
| 净利润同比 (%) | 93.3% | -43.9% | 17.1% | 91.1% |
| 毛利率 (%) | 65.4% | 63.6% | 63.8% | 65.2% |
| ROE (%) | 17.2% | 9.2% | 10.5% | 18.3% |
| 每股收益 (元) | 0.47 | 0.20 | 0.24 | 0.46 |
| P/E | 60.11 | 211.16 | 180.26 | 94.33 |
| P/B | 9.91 | 19.50 | 18.43 | 16.17 |
| EV/EBITDA | 40.58 | 132.51 | 116.69 | 68.99 |

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 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 10,168 | 9,256 | 12,028 | 16,475 | 营业收入 | 8,510 | 8,738 | 10,639 | 14,302 |
| 现金 | 7,147 | 6,459 | 8,690 | 12,688 | 营业成本 | 2,942 | 3,184 | 3,856 | 4,981 |
| 应收账款 | 1,368 | 1,104 | 1,322 | 1,155 | 营业税金及附加 | 113 | 116 | 141 | 189 |
| 其他应收款 | 456 | 469 | 570 | 767 | 销售费用 | 1,634 | 1,805 | 2,206 | 2,878 |
| 预付账款 | 90 | 93 | 113 | 152 | 管理费用 | 3,019 | 3,095 | 3,789 | 4,876 |
| 存货 | 23 | 25 | 33 | 43 | 财务费用 | 118 | 85 | 90 | 102 |
| 其他流动资产 | 1,084 | 1,132 | 1,333 | 1,713 | 资产减值损失 | 172 | 141 | 169 | 149 |
| 非流动资产 | 7,370 | 8,367 | 8,229 | 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 | 133 | 159 | 183 |
| 固定资产 | 2,510 | 2,355 | 2,211 | 2,075 | 营业利润 | 1,405 | 788 | 923 | 1,764 |
| 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 | 3,168 | 2,951 | 3,002 | 营业外支出 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 17,538 | 17,623 | 20,257 | 24,874 | 利润总额 | 1,404 | 788 | 923 | 1,764 |
| 流动负债 | 9,112 | 9,147 | 11,275 | 14,657 | 所得税 | 83 | 46 | 54 | 104 |
| 短期借款 | 4,326 | 4,227 | 5,147 | 6,919 | 净利润 | 1,321 | 741 | 869 | 1,660 |
| 应付账款 | 597 | 455 | 713 | 660 | 少数股东损益 | 138 | 78 | 91 | 174 |
| 其他流动负债 | 4,190 | 4,464 | 5,414 | 7,078 | 归属母公司净利润 | 1,183 | 664 | 778 | 1,486 |
| 非流动负债 | 132 | 87 | 87 | 87 | EBITDA | 1,860 | 1,089 | 1,238 | 2,100 |
| 长期借款 | 45 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.47 | 0.20 | 0.24 | 0.46 |
| 其他非流动负债 | 87 | 87 | 87 | 87 | | | | | |
| 负债合计 | 9,244 | 9,234 | 11,361 | 14,743 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,122 | 1,199 | 1,290 | 1,464 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 2,504 | 3,249 | 3,249 | 3,249 | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 1,762 | 1,766 | 1,868 | 2,129 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 2,907 | 2,175 | 2,488 | 3,289 | 营业收入 | 10.46% | 2.69% | 21.75% | 34.43% |
| 归属母公司股东权益 | 7,173 | 7,190 | 7,606 | 8,667 | 营业利润 | 48.93% | -43.91% | 17.14% | 91.10% |
| 负债和股东权益 | 17,538 | 17,623 | 20,257 | 24,874 | 归属于母公司净利润 | 93.26% | -43.88% | 17.14% | 91.10% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 65.42% | 63.56% | 63.76% | 65.17% |
| | | | | | 净利率 (%) | 13.90% | 7.60% | 7.31% | 10.39% |
| | | | | | ROE (%) | 17.22% | 9.24% | 10.51% | 18.27% |
| | | | | | ROIC (%) | 10.64% | 6.86% | 8.07% | 13.56% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 52.71% | 52.39% | 56.09% | 59.27% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | -33.48% | -26.59% | -39.83% | -56.94% |
| | | | | | 流动比率 | 1.12 | 1.01 | 1.07 | 1.12 |
| | | | | | 速动比率 | 1.11 | 1.01 | 1.06 | 1.12 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.52 | 0.50 | 0.56 | 0.63 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5.92 | 7.07 | 8.77 | 11.55 |
| | | | | | 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 | 0.20 | 0.24 | 0.46 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.61 | 0.36 | 0.60 | 0.91 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 2.86 | 2.21 | 2.34 | 2.67 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 60.1 | 211.2 | 180.3 | 94.3 |
| | | | | | P/B | 9.9 | 19.5 | 18.4 | 16.2 |
| | | | | | EV/EBITDA | 40.58 | 132.51 | 116.69 | 68.99 |

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究所所长、TMT 首席分析师, 2010、2012 年新财富最佳分析师计算机行业第一。

联系人: 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 四年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

联系人: 赵阳, 厦门大学硕士, 七年产业工作经验, 曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司, 从事 5G、车联网产业工作。

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。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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方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;

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。