



用友网络 (600588.CH): 云服务收入翻倍, 首次超过软件业务

维持买入评级, 调整目标价至 45 元人民币, 潜在升幅 21.3%。

- 云服务收入翻倍, 首超软件收入:** 公司上半年收入为 31.8 亿人民币, 同比增长 7.7%; 云服务业务收入为 15.1 亿人民币, 同比翻倍, 收入占比进一步提升至 47%, 超过软件业务; 软件业务收入为 14.5 亿人民币, 同比下降 9%; 受剥离畅捷通支付等金融业务影响, 金融服务收入下降至 2.3 亿人民币。由于公司加速推进向云服务业务转型, 研发投入同比增加 39%, 研发费率同比上升 6.7 个百分点。上半年归母净利润 2.15 亿, 主要是受转让畅捷通投资收益影响, 若除去该影响扣非归母净亏损扩大至 8143 万。
- 加速云转型, 高质量增长:** 公司云服务累计付费客户数提升至 66.73 万, 新增付费客户 6.57 万, 其中 64% 是纯新客户, 进一步开拓增量用户市场。续费率方面, 大型客户为 94.5%, 中型客户为 71.4%, 小微客户为 79.9%, 政府与公共组织为 100%。制造业仍是公司云服务的第一大行业, 其次为流通服务和交通公用。年度经常性收入 (ARR) 订阅收入为 8.34 亿, 其中非大型企业占比接近一半。订阅相关合同负债 6.54 亿, 在云合同负债占比超过 50%, 支撑下半年的高速增长。
- 头部客户不断突破, 巩固大企云服务市场地位:** 大型企业收入同比增长 33.8% 至 19.8 亿人民币, 其中云服务收入同比增长 91.5%, 贡献公司云服务收入 70%, 软件业务同比基本持平。上半年, 公司在烟草、能源等央企取得较大突破, 成功签约中核集团、神州软件等重要客户, 公司在大型企业客户市场的领先地位得到进一步巩固。
- 维持买入评级, 调整目标价至 45 人民币:** 考虑到软件业务持续收缩和剥离金融影响, 我们将 2021-2022 年收入下调 12.4% 和 9.8%。基于分部加总法的目标价为 45 元人民币, 分别对应 15x 和 11x 的 2021E 和 2022E P/S。
- 投资风险:** 宏观经济放缓, 或影响企业 IT 支出; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	8,510	8,525	9,902	13,174	17,865
经营利润	1,405	1,121	1,002	1,617	2,250
净利润	1,321	1,051	873	1,374	1,912
调整后目标 PS(x)			14.8	11.1	8.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2021 年 8 月 24 日

评级

买入

目标价 (人民币)	45.0
潜在升幅/降幅	+21.3%
目前股价 (人民币)	37.11
52 周内股价区间 (人民币)	29.52-51.82
总市值 (百万人民币)	121,369
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	877

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《中国 SaaS 行业: 风至云起》(2020-12-21)

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	8,510	8,525	9,902	13,174	17,865
收入成本	(2,942)	(3,321)	(3,782)	(4,743)	(6,396)
毛利润	5,567	5,204	6,120	8,431	11,469
销售费用	(1,634)	(1,537)	(2,032)	(2,437)	(3,287)
管理费用	(1,389)	(959)	(1,424)	(1,897)	(2,572)
研发费用	(1,630)	(1,459)	(1,955)	(2,345)	(3,180)
财务费用	(118)	(110)	(102)	(135)	(180)
其他经营费用	608	(19)	395	-	-
经营利润	1,405	1,121	1,002	1,617	2,250
营业外收入, 净额	(1)	6	3	-	-
除税前利润	1,404	1,126	1,005	1,617	2,250
所得税开支	(83)	(75)	(132)	(243)	(337)
净利润	1,321	1,051	873	1,374	1,912
少数股东权益	138	63	-	-	-
本公司权益持有人	1,183	989	873	1,374	1,912

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	1,321	1,051	873	1,374	1,912
折旧	115	118	114	140	176
摊销	197	216	194	146	110
其他经营现金流	(100)	228	(70)	(274)	(426)
经营现金流	1,533	1,613	1,111	1,387	1,771
固定资产	(296)	(575)	(667)	(888)	(1,204)
投资支付	(180)	(493)	-	-	-
其他投资现金流	293	174	-	-	-
投资现金流	(183)	(894)	(667)	(888)	(1,204)
借款	909	(1,950)	1,000	1,000	1,000
分配股利、利润或偿付利息	(798)	(929)	(739)	(614)	(966)
其他融资活动现金	798	929	739	614	966
融资现金流	(155)	(2,315)	461	586	234
现金及现金等价物净流量	1,195	(1,596)	905	1,086	801
年初现金及现金等价物	4,850	6,038	4,436	5,341	6,427
汇率变动影响	(7)	(6)	-	-	-
年末现金及现金等价物	6,038	4,436	5,341	6,427	7,228

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
物业、厂房及设备	2,510	2,432	2,985	3,733	4,761
无形资产	870	785	590	444	334
其他非流动资产	3,990	4,960	4,960	4,960	4,960
非流动资产合计	7,370	8,177	8,536	9,137	10,056
存货	23	423	492	654	887
应收账款	1,234	1,042	1,210	1,610	2,183
货币资金	7,147	5,605	6,510	7,595	8,397
其他流动资产	1,764	1,703	1,703	1,703	1,703
流动资产合计	10,168	8,773	9,915	11,563	13,170
资产总额	17,538	16,950	18,450	20,700	23,226
实收资本	2,504	3,270	3,470	3,670	3,870
未分配利润	2,395	2,257	2,391	3,152	4,098
其他权益	2,274	2,015	3,093	4,171	5,249
本公司权益持有人应占权益	7,173	7,543	8,954	10,993	13,217
非控制性权益	1,122	1,004	1,004	1,004	1,004
权益总额	8,294	8,547	9,959	11,997	14,221
长期借款	45	-	-	-	-
其他非流动负债	87	453	453	453	453
非流动负债合计	132	453	453	453	453
短期借款	4,236	2,375	2,375	2,375	2,375
应付账款	597	549	638	848	1,150
其他流动负债	4,280	5,026	5,026	5,026	5,026
流动负债合计	9,112	7,950	8,039	8,249	8,551
负债总额	9,244	8,403	8,492	8,702	9,004
权益及负债总额	17,538	16,950	18,450	20,700	23,226

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	10.5%	0.2%	16.2%	33.0%	35.6%
毛利润增速	3.3%	-6.5%	17.6%	37.8%	36.0%
经营利润增速	48.9%	-20.2%	-10.6%	61.4%	39.1%
净利润增速	63.1%	-20.4%	-17.0%	57.5%	39.1%
盈利能力比率					
毛利率	65.4%	61.0%	61.8%	64.0%	64.2%
经营利润率	16.5%	13.1%	10.1%	12.3%	12.6%
净利率	15.5%	12.3%	8.8%	10.4%	10.7%
每股指标 (元)					
基本EPS	0.37	0.31	0.27	0.42	0.58
摊薄EPS	0.37	0.30	0.27	0.42	0.58
每股指标增速					
基本EPS增速	95.5%	-17.0%	-12.9%	57.5%	39.1%
摊薄EPS增速	100.5%	-16.9%	-12.4%	57.5%	39.1%
估值 (倍)					
目标P/E			167.8	106.6	76.6
目标P/S			14.8	11.1	8.2
目标P/B			14.7	12.2	10.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 用友网络财务预测对比

人民币百万	2Q21			FY2021E			FY2022E		
	财报	SPDBI 预测	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	1,963	2,082	-5.7%	9,902	11,303	-12.4%	13,174	14,610	-9.8%
毛利润	1,244	1,333	-6.6%	6,120	7,234	-15.4%	8,431	9,380	-10.1%
经营利润	192	234	-18.0%	1,002	1,308	-23.4%	1,617	1,778	-9.0%
净利润	228	199	14.7%	873	1,111	-21.5%	1,374	1,511	-9.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 用友网络估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E		估值方法		
	收入	净利润	P/E	P/S	估值
云服务业务	9,125			15	136,877
软件业务		371	25		9,268
金融服务业务		34	10		341
市值(人民币 百万)					146,487
股数(百万)					3,271
目标价(人民币)					45

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 用友网络



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

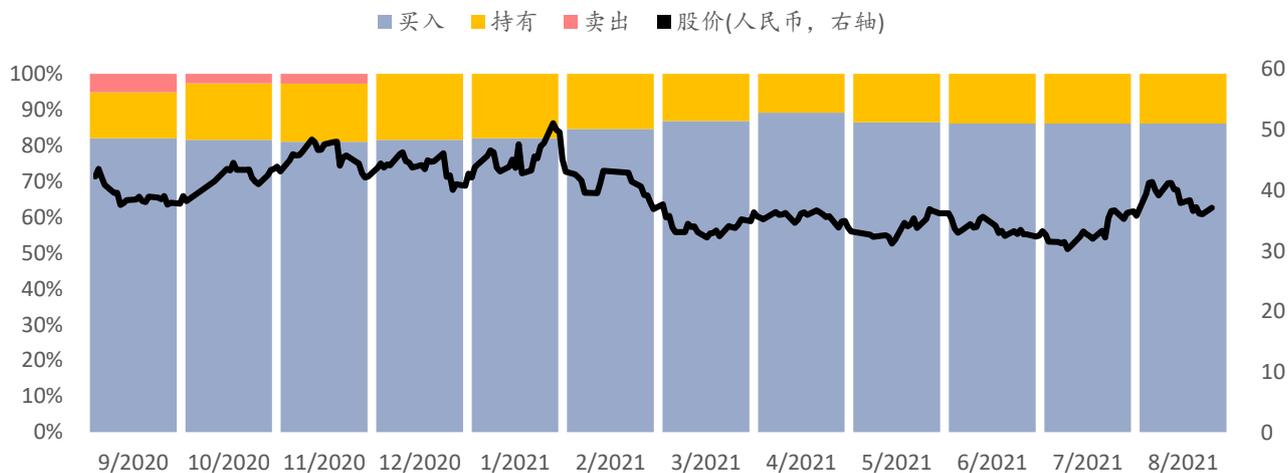
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	433.80	买入	650.00	19/8/2021	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	152.10	买入	245.00	4/8/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	157.96	买入	251.00	4/8/2021	电商
3690 HK Equity	美团	195.40	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	69.80	持有	310.00	15/3/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	15.36	买入	24.00	4/6/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.71	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	10.00	买入	16.00	17/8/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	37.30	买入	65.00	4/6/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	37.11	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	26.45	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	28.75	买入	58.00	21/12/2020	SaaS

注: A股、港股股价截至8月23日, 美股股价截至8月22日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 用友网络 (600588.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 用友网络 (600588.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期

目标价: 67 人民币

概率: 20%

- 若云业务未来三年年均复合增长超过 70%, 或带动整体收入好于预期;
- ERP 市场份额进一步提升。

悲观情景: 公司盈利水平不及预期

目标价: 24 人民币

概率: 20%

- 若云业务未来三年年均复合增长低于 50%, 公司整体收入或不及预期;
- ERP 市场份额有所下降。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
收入	8,510	8,525	9,902	13,174	17,865
收入成本	(2,942)	(3,321)	(3,782)	(4,743)	(6,396)
毛利润	5,567	5,204	6,120	8,431	11,469
销售费用	(1,634)	(1,537)	(2,032)	(2,437)	(3,287)
管理费用	(1,389)	(959)	(1,424)	(1,897)	(2,572)
研发费用	(1,630)	(1,459)	(1,955)	(2,345)	(3,180)
财务费用	(118)	(110)	(102)	(135)	(180)
其他经营费用	608	(19)	395	-	-
经营利润	1,405	1,121	1,002	1,617	2,250
营业外收入, 净额	(1)	6	3	-	-
除税前利润	1,404	1,126	1,005	1,617	2,250
所得税开支	(83)	(75)	(132)	(243)	(337)
净利润	1,321	1,051	873	1,374	1,912
少数股东权益	138	63	-	-	-
本公司权益持有人	1,183	989	873	1,374	1,912

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 9: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
物业、厂房及设备	2,510	2,432	2,985	3,733	4,761
无形资产	870	785	590	444	334
其他非流动资产	3,990	4,960	4,960	4,960	4,960
非流动资产合计	7,370	8,177	8,536	9,137	10,056
存货	23	423	492	654	887
应收账款	1,234	1,042	1,210	1,610	2,183
货币资金	7,147	5,605	6,510	7,595	8,397
其他流动资产	1,764	1,703	1,703	1,703	1,703
流动资产合计	10,168	8,773	9,915	11,563	13,170
资产总额	17,538	16,950	18,450	20,700	23,226
实收资本	2,504	3,270	3,470	3,670	3,870
未分配利润	2,395	2,257	2,391	3,152	4,098
其他权益	2,274	2,015	3,093	4,171	5,249
本公司权益持有人应占权益	7,173	7,543	8,954	10,993	13,217
非控制性权益	1,122	1,004	1,004	1,004	1,004
权益总额	8,294	8,547	9,959	11,997	14,221
长期借款	45	-	-	-	-
其他非流动负债	87	453	453	453	453
非流动负债合计	132	453	453	453	453
短期借款	4,236	2,375	2,375	2,375	2,375
应付账款	597	549	638	848	1,150
其他流动负债	4,280	5,026	5,026	5,026	5,026
流动负债合计	9,112	7,950	8,039	8,249	8,551
负债总额	9,244	8,403	8,492	8,702	9,004
权益及负债总额	17,538	16,950	18,450	20,700	23,226
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	1,533	1,613	1,111	1,387	1,771
投资活动现金流量净额	(183)	(894)	(667)	(888)	(1,204)
融资活动所得现金流量净额	(155)	(2,315)	461	586	234
现金及现金等价物增加净额	1,195	(1,596)	905	1,086	801
期初的现金及现金等价物	4,850	6,038	4,436	5,341	6,427
现金及现金等价物的汇兑收益	(7)	(6)	-	-	-
年末现金及现金等价物	6,038	4,436	5,341	6,427	7,228

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼