

## 云业务高速增长，大客户优势强化

### 投资要点

- 事件：**公司发布2022年上半年度业绩报告，实现营业收入35.4亿元，同比增长11.3%；归母净利润亏损2.6亿元，同比下降218.9%，主要系公司加大研发投入，叠加去年同期非经常性投资收益较高所致。
- Q2表现亮眼，云业务高速增长。单季度看，**公司Q2实现收入22.6亿元，同比增长15.0%；实现归母净利润1.4亿元，同比下降39.7%；实现扣非后归母净利润1.6亿元，同比增长20.9%。公司克服疫情影响，大力拓展强势区域外的业务，Q2单季度经营成果转优，业绩拐点或已到来。**分业务看，**2022年H1公司“云+软件”实现收入35.1亿元，同比增长19.0%，其中传统软件业务持续收缩，实现收入12.1亿元，同比下降16.1%；云业务实现收入23.0亿元，同比增长52.6%，贡献收入比重进一步提升至65.0%，收入结构继续优化。截至报告期末，公司新增云服务付费客户6.6万家，云服务累计付费客户达到50.5万家；ARR达到16.8亿元，同比增长101.3%；云业务相关合同负债达到17.6亿元，同比增长41.4%，其中云订阅相关合同负债达到10.3亿元，同比增长57.5%。云服务关键指标均实现高速增长，为后续收入的持续确认奠定基础。
- 标杆项目不断落地，分层经营成效显著。**1) **大型企业客户市场：**公司把握央国企数字化转型与国产替代双重机遇，实现重大突破，云业务营收同比增长47.1%至15.6亿元，核心产品续费率99.0%。整体来看，公司成功签约中国联通、中船集团、中国兵器等10家央企一级统签项目，千万以上项目签约金额同比增长61%。同时，助力中国银行、中信银行、人保集团等累计超过350家企业完成国产化替代，居行业领先。从垂直细分领域来看，公司在电信、广电、金融、烟草等行业稳步推进，成功签约中国电信、中国广电、中国烟草总公司等众多行业头部客户，标杆效应持续彰显，垂直领域有望加速渗透。2) **中型客户市场：**云业务实现营收2.5亿元，同比增长132.7%，核心产品续费率82.4%。同时，新推出U9 Cloud对标专精特新企业，YonSuite持续更新迭代，产品实现精细化发展。3) **小微企业客户市场：**云转型进展加速，订阅占比超总收入的50%。
- 持续加大研发投入，强化大型企业市场优势。**报告期内，公司研发投入同比增长38.1%至13.2亿元，研发费用率达到27.4%，同比提升3.96pp。公司高投入的转化效果逐渐显现，其中YonBIP产品进行了20次迭代，发布了31个全新应用，迭代了3万个功能与特性，综合竞争力不断提升。此外，公司将于8月底正式发布YonBIP V3版本，进一步升级了平台架构并持续拓宽解决方案覆盖领域，计划全面取代NC Cloud产品线以满足大型企业多层次的数智化转型需求，后续有望借助公司持续强化的销售、交付、生态能力加速商业化落地，巩固并提升公司在大型企业客户市场的优势地位。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润复合增速为30.0%。公司把握企业数智化与信创国产化机遇，云转型已实现拐点级突破，伴随标杆项目不断落地，拳头产品持续迭代，公司在大型企业市场的优势进一步强化，后续收入增速和质量的提升值得期待，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复影响项目交付；研发进度不及预期；大中型客户拓展不及预期；行业竞争加剧等。

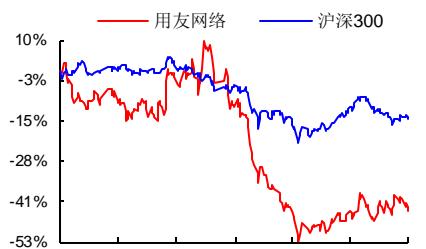
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8931.80	10218.74	11502.96	12774.65
增长率	4.78%	14.41%	12.57%	11.06%
归属母公司净利润(百万元)	707.76	876.20	1257.55	1556.63
增长率	-28.41%	23.80%	43.52%	23.78%
每股收益EPS(元)	0.21	0.26	0.37	0.45
净资产收益率ROE	8.61%	9.91%	12.33%	13.29%
PE	99	80	56	45
PB	10.02	8.90	7.67	6.56

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
电话：0755-26671517  
邮箱：wxj@swsc.com.cn  
联系人：邓文鑫  
电话：15123996370  
邮箱：dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	34.34
流通A股(亿股)	34.04
52周内股价区间(元)	16.94-39.75
总市值(亿元)	700.17
总资产(亿元)	173.29
每股净资产(元)	2.14

### 相关研究

- 用友网络(600588)：结构调整顺利，云业务实现拐点级突破(2022-03-23)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8931.80	10218.74	11502.96	12774.65	净利润	682.37	871.92	1238.14	1538.04
营业成本	3461.20	3802.01	4114.65	4449.32	折旧与摊销	473.34	566.46	566.46	566.46
营业税金及附加	106.24	120.00	135.95	150.50	财务费用	78.66	30.66	23.01	25.55
销售费用	2027.50	2248.12	2473.14	2682.68	资产减值损失	-174.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	1071.51	3065.62	3393.37	3768.52	经营营运资本变动	118.38	-1387.07	2.04	55.11
财务费用	78.66	30.66	23.01	25.55	其他	124.98	-22.07	-36.48	-11.42
资产减值损失	-174.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1303.63	59.91	1793.17	2173.75
投资收益	360.20	20.00	20.00	20.00	资本支出	-307.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	9.03	0.00	0.00	0.00	其他	-922.70	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1230.06	20.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	<b>778.74</b>	<b>972.33</b>	<b>1382.85</b>	<b>1718.08</b>	短期借款	357.38	-2732.78	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.72	-12.97	-13.05	-12.61	长期借款	390.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>774.02</b>	<b>959.36</b>	<b>1369.79</b>	<b>1705.47</b>	股权融资	-204.02	0.00	0.00	0.00
所得税	91.65	87.44	131.65	167.43	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>682.37</b>	<b>871.92</b>	<b>1238.14</b>	<b>1538.04</b>	其他	-1131.13	-98.21	-23.01	-25.55
少数股东损益	-25.39	-4.28	-19.41	-18.58	筹资活动现金流净额	-587.78	-2830.98	-23.01	-25.55
归属母公司股东净利润	707.76	876.20	1257.55	1556.63	<b>现金流量净额</b>	<b>-516.35</b>	<b>-2751.08</b>	<b>1790.17</b>	<b>2168.20</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	4616.02	1864.94	3655.11	5823.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1756.62	2081.58	2308.42	2557.55	销售收入增长率	4.78%	14.41%	12.57%	11.06%
存货	407.03	451.20	506.30	539.06	营业利润增长率	-30.51%	24.86%	42.22%	24.24%
其他流动资产	902.71	411.63	428.00	444.20	净利润增长率	-35.10%	27.78%	42.00%	24.22%
长期股权投资	2552.62	2552.62	2552.62	2552.62	EBITDA 增长率	-16.17%	17.94%	25.67%	17.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2529.24	2261.15	1993.06	1724.97	毛利率	61.25%	62.79%	64.23%	65.17%
无形资产和开发支出	3173.13	2877.16	2581.20	2285.23	三费率	35.58%	52.30%	51.20%	50.70%
其他非流动资产	1391.97	1389.56	1387.15	1384.75	净利润率	7.64%	8.53%	10.76%	12.04%
<b>资产总计</b>	<b>17329.34</b>	<b>13889.85</b>	<b>15411.86</b>	<b>17311.69</b>	ROE	8.61%	9.91%	12.33%	13.29%
短期借款	2732.78	0.00	0.00	0.00	ROA	3.94%	6.28%	8.03%	8.88%
应付和预收款项	2157.30	2395.50	2587.48	2823.28	ROIC	27.77%	24.83%	32.28%	45.24%
长期借款	390.00	390.00	390.00	390.00	EBITDA/销售收入	14.90%	15.36%	17.15%	18.08%
其他负债	4123.04	2304.18	2396.06	2522.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9403.11</b>	<b>5089.68</b>	<b>5373.54</b>	<b>5735.33</b>	总资产周转率	0.52	0.65	0.79	0.78
股本	3270.82	3433.87	3433.87	3433.87	固定资产周转率	3.64	4.37	5.55	7.09
资本公积	892.01	728.96	728.96	728.96	应收账款周转率	7.70	7.64	7.76	7.68
留存收益	3488.92	4365.12	5622.67	7179.30	存货周转率	7.95	8.47	8.41	8.41
归属母公司股东权益	6987.46	7865.67	9123.22	10679.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.42%	—	—	—
少数股东权益	938.78	934.50	915.10	896.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7926.23</b>	<b>8800.17</b>	<b>10038.32</b>	<b>11576.36</b>	资产负债率	54.26%	36.64%	34.87%	33.13%
负债和股东权益合计	17329.34	13889.85	15411.86	17311.69	带息债务/总负债	33.21%	7.66%	7.26%	6.80%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	流动比率	0.92	1.20	1.61	2.01
EBITDA	1330.74	1569.45	1972.32	2310.09	速动比率	0.87	1.09	1.49	1.89
PE	98.93	79.91	55.68	44.98	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	10.02	8.90	7.67	6.56	<b>每股指标</b>				
PS	7.84	6.85	6.09	5.48	每股收益	0.21	0.26	0.37	0.45
EV/EBITDA	47.81	42.62	33.01	27.24	每股净资产	2.03	2.29	2.66	3.11
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.38	0.02	0.52	0.63
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn