

用友网络 (600588.SH)

优于大市

业绩拐点有望出现，大客户带动多元 AI 产品线红利释放

核心观点

收入增速回暖，业绩拐点有望出现。2023年，公司实现营业收入97.96亿元，同比增长5.8%，归母净利润-9.67亿元。2024年Q1，公司实现营业收入17.49亿元，同比增长18.61%；归母净利润-4.53亿元，同比增加14.11%，主要受到公允价值变动收益同比减少1.06亿元影响。

24Q1 毛利率水平回升，费用管控初见成效。2023年由于受到组织模式升级的影响，合同签约金额增速上半年下滑5.6%，公司毛利率为50.73%，同比下降5.64pct。23年下半年合同签约金额增速恢复至20%以上，对24年业绩增速恢复提供强大支撑。24年Q1公司重视组织架构与人员的优化，毛利率提升至50.85%，同比提升6.27pct。费用率方面，销售/管理/研发费用率29.19%/16.80%/31.35%，分别同比-1.97pct/+0.70pct/-1.94pct，伴随组织模式变革告一段落和产品盈收能力释放，预计24年公司有望迎来业绩拐点。

多元 AI 产品持续迭代，功能广拓筑牢公司核心竞争壁垒。2023年公司发布业界首个企业服务大模型YonGPT，进一步发布性能更加强大的BIP3-R2，持续拓宽产品线与产品功能。智能产品“智友”进行交互体验优化升级完成BIP知识问答、ChatBI报表、审批流程查看等智能场景开发应用；“智能搜索”产品强化权限控制、标签管理与知识过滤、企业词库方面性能。公司筑牢BIP数智化底座，稳步推进AI产品线商业化。23年全年YonBIP实现签约金额36.1亿元，核心产品续费率高达92.9%。BIP3实现交付样板用户108家，中粮、三峡集团、三峡能源等央国企基于BIP在财务、人力、采购等领域的数智化项目成功上线。

全球化 2.0 战略全面启动，乘数智化优势构建全球市场体系。公司启动全球化2.0战略，在继续巩固港澳台与东南亚地区业务市场的同时开始拓展欧洲、北美、中东与日本市场。面向全球客户推出新品“用友BIP商业网络”，构建数智化、全球化、开放性、安全性的全球化商业网络。

风险提示：核心产品市场不及预期、市场竞争加剧、云转型不及预期

投资建议：预计公司2024-2026年收入为111.95/128.11/146.81亿元，对应当前PS 3.39/2.97/2.59倍。我们采用PS相对估值方法，选取同行业可比公司金蝶国际、恒生电子、广联达作为用友网络可比公司，按照wind一致预期2024年可比公司平均PS为3.81倍。考虑到公司传统软件业务衰退幅度逐步收窄，云服务需求扩张，大客户需求逐渐回暖，我们给予公司2024年4-4.4倍PS，预计合理估值11.84-13.03元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,262	9,796	11,195	12,811	14,681
(+/-%)	3.7%	5.8%	14.3%	14.4%	14.6%
归母净利润(百万元)	219	-967	50	176	363
(+/-%)	-69.0%	-541.3%	-105.1%	255.1%	106.5%
每股收益(元)	0.06	-0.28	0.01	0.05	0.11
EBIT Margin	0.1%	-11.2%	0.6%	1.8%	3.0%
净资产收益率 (ROE)	1.9%	-9.5%	0.5%	1.7%	3.5%
市盈率 (PE)	186.6	-42.1	822.0	231.5	112.1
EV/EBITDA	90.7	-211.2	108.1	74.2	54.6
市净率 (PB)	3.57	4.01	4.00	3.97	3.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	11.84 - 13.03元
收盘价	10.87元
总市值/流通市值	37159/37143百万元
52周最高价/最低价	23.54/9.71元
近3个月日均成交额	270.80百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司概况：深耕企业服务领域，ERP、云服务行业领头羊

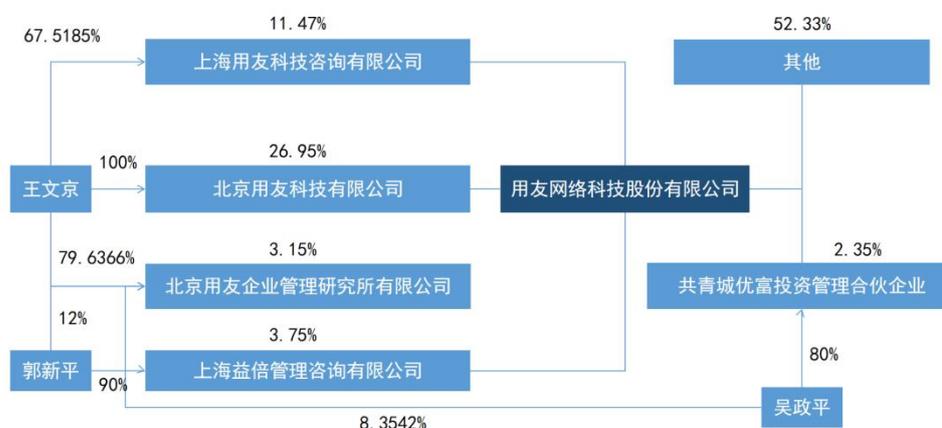
用友网络成立于 1988 年，总部位于中国北京。公司专注于为企业提供管理软件、ERP 软件、云服务等信息化解决方案，服务于中国及亚太地区的企业与机构。公司业务涵盖企业管理软件、ERP 软件、人力资源管理软件、客户关系管理软件、小型企业管理软件、财政及行政事业单位管理软件、汽车行业管理软件、烟草行业管理软件、内部审计软件及服务等多个领域。公司定位于企业及政府、社团组织管理与经营信息化应用软件与服务提供商，致力于通过信息技术推动商业和社会进步，成为客户信赖的长期合作伙伴，并以成为世界级管理软件与服务提供商为发展目标。

◆公司治理：公司股权结构稳定，核心管理团队专业

公司股权结构稳定，核心团队持股比例较大。公司实际控制人为创始人王文京，通过北京用友科技有限公司、上海用友科技咨询有限公司和北京用友企业管理研究所等实体持有 39.2246% 的公司股份。副董事长郭新平通过分别持上海益倍和北京用友企业管理研究所 90% 和 12% 的股份持有公司股份；董事吴政平通过分别持有北京用友企业管理研究所和共青城优富投资管理合伙企业 8.35% 和 80% 股份持有公司股份。北京用友科技有限公司、上海用友科技咨询有限公司、香港中央结算有限公司分别持有公司 26.95%、11.47% 和 4.00% 的股份。

核心管理团队专业，深耕企业服务。董事长王文京担任多家科技信息技术公司董事，企业运营管理经验丰富。副董事长郭新平，高级会计师，香港科技大学工商管理学院硕士。吴政平，工商管理硕士，担任多家公司董事。公司高管均为技术管理人才，对管理软件与服务领域有深刻的见解与认知，具有深厚的财务管理与公司运营经验，能够做出有利于公司未来发展的有效决策。

图1：公司股权结构图



资料来源：Wind、公司年报、国信证券经济研究所整理

◆主营业务：聚焦企业服务软件，广拓云平台服务产品市场

公司的主营业务集中在企业管理软件和企业云服务领域，作为中国领先的企业管理软件提供商，用友网络提供 ERP、CRM、HRM 等管理软件产品，帮助企业实现信息化管理的同时积极拓展云服务业务，推出用友 BIP 商业创新平台和 NC Cloud 云 ERP 产品，支持企业数智化转型和商业创新。此外，用友网络还提供面向特定行业的定制化解决方案，以及政府与公共组织服务，致力于服务国家治理体系和治理能力现代化。通过积极国内运营与广拓海外市场，公司力争构建建数智化、全球化、开放性、安全性的

全球化商业网络。2023 年公司营业收入中 60.83% 份额来自于技术服务及培训业务，33.78% 份额来自软件产品，核心竞争软件产品毛利率高达 95.25%。

◆业绩短期承压，收入增长趋势明显

营业收入增速回温，业绩或将迎来拐点。2023 年实现营业收入 97.96 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润-9.67 亿元，扣非净利润-11.04 亿元。2024 年 Q1，公司实现营业收入 17.49 亿元，同比增长 18.61%；归母净利润-4.53 亿元，亏损同比增加 0.56 亿元，主要受到公允价值变动收益同比减少 1.06 亿元影响。

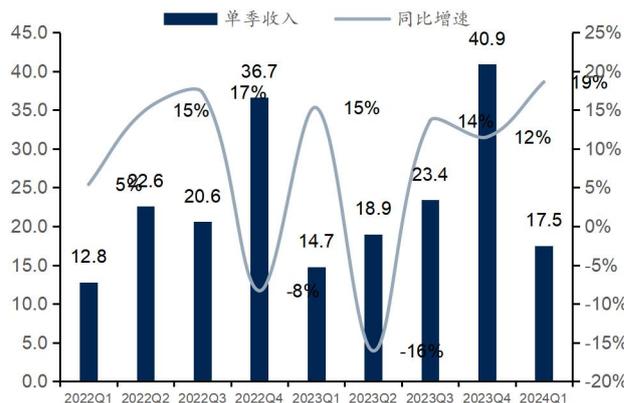
公司近年来进行云服务业务转型，2020-2023 云服务业务成本投入持续增加但由于下游客户需求不景气导致增速放缓，造成业绩承压；受公司业务组织模式改革的阶段性影响，大型企业客户业务收入增长不及预期，大型项目实施周期长、收入确认周期长，在收入占比中影响较大，拖累整体收入情况。加之公司注重研发，投入较大，人员数量与人均薪酬的提升进一步压缩利润空间，造成业绩大幅波动。但可从 23 年后半年看出公司逐渐度过组织模式升级与转型的影响期，并且在降本增效与多元产品矩阵的带动下具有强劲增长潜力。

图2：用友网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：用友网络单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



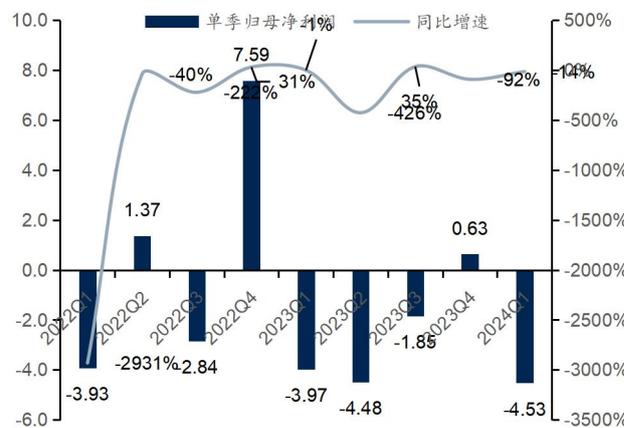
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：用友网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图5：用友网络单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

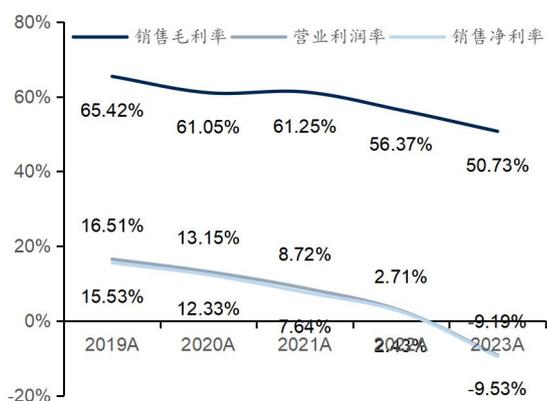


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

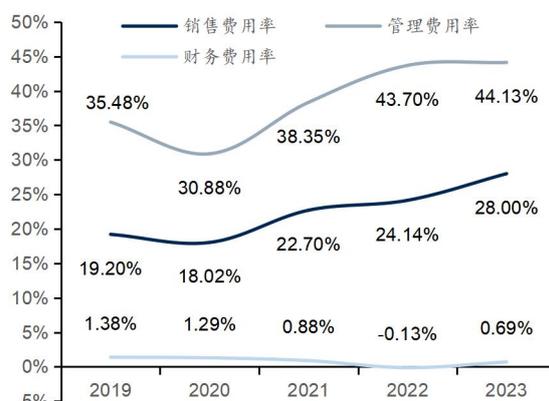
毛利率下降速度放缓，控费初有成效。由于受到组织模式升级的影响，2023 年公司销售毛利率为 50.73%，同比下降 5.64 个百分点。24 年 Q1 公司重视组织架构与人员的优化，毛利率提升至 50.85%，同比提升 6.27pct。费用率方面，销售/管理/研发费用率 29.19%/16.80%/31.35%，分别同比-1.97pct/+0.70pct/-1.94pct，公司持续控制成本费用，24Q1 末员工人数较 23 年底减少 1793 人，伴随组织模式变革告一段落和产品盈利能力释放，预计 24 年公司有望迎来业绩拐点。

图6：用友网络毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

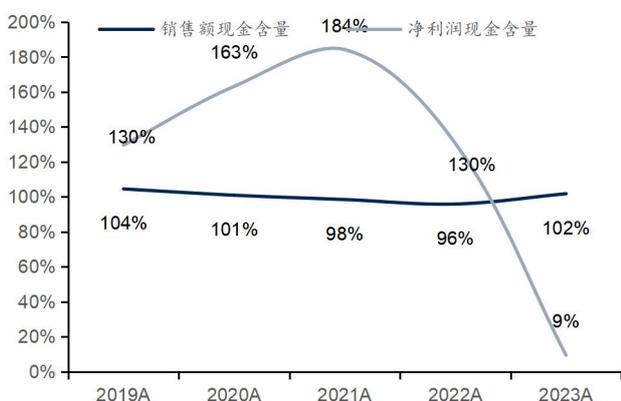
图7：用友网络三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流情况有望好转，应收及存货周转率增速放缓。公司 23 年销售额现金含量保持下降趋势，但净利润现金含量较上年有小幅提升。23 年公司存货周转天数与应收周转天数仍保持增长，但总体较低且增速放缓，周转效率保持稳定。

图8：用友网络经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：用友网络主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测：业务规模预计稳步扩大，盈利能力有望持续提升

假设前提

1) 软件业务：用友网络针对不同行业大中小微企业的特点与需求提供全面的、定制化的企业管理软件解决方案，包括 ERP（企业资源规划）、CRM（客户关系管理）、SCM（供应链管理）、HRM（人力资源管理）等，旨在帮助企业实现业务流程的自动化、信息化和集成化。公司持续深耕软件业务，借 AI 之力开发业界首个企业服务大模型 YonGPT 打造智能化企业服务软件。由于公司组织模式改革对营收的不利影响逐渐减小，我们预计 2024-2026 年软件业务收入增速分别为 113.67%/113.83%/113.97%。

2) 云服务业务：公司开发了基于云计算技术的 UAP 私有云平台，支持企业构建私有云环境，实现资源的弹性扩展和高效管理。提供 SaaS 模式的云应用服务，如财务云、人力云、协同云等，同时提供 IaaS，包括服务器、存储和网络资源的虚拟化服务做支撑，帮助企业构建稳定、安全的云计算环境。全面系统的产品线在 23 年后半年已释放出盈利能力，23 年云服务业务 ARR 为 23.5 亿元（+15.0%），并在未来有望持续释放，我们预计 2024-2026 年公司云服务业务收入增速分别为 15%/15%/15%。

3) 其他业务：公司除企业服务软件、云服务以外还涉及企业互联网、金融、咨询与培训、大数据与商业智能等相关业务，多业务多模式协助企业数字化转型，随着数字化继续强势推进，这些业务的收入情况也会保持稳定，公司也会继续向核心业务靠拢，扩大核心优势。我们预测 2024-2026 年公司其他业务收入增速分别为 0.73%/0.51%/0.40%。

4) 毛利率：由于业务组织模式改革对营收的不利影响逐渐减小，大型客户需求回暖，公司开发以 AI 做支撑的企业服务大模型，持续优化产品矩阵，在 23 年后半年与 24 年 Q1 以展现出较强的盈利潜力。云服务市场逐渐稳定，云平台为产品线进一步利润释放筑牢基础。在多项组织结构战略改革后，在合理控制成本下，公司整体毛利率预计将有所回暖。我们预测 2024-2026 年公司总营业收入的毛利率分别为 54.71%/55.52%/55.58%。

表1：分业务收入预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
软件	2847.61	2602.46	2,958.18	3,367.25	3,837.69
YoY	-14.23%	-8.61%	113.67%	113.83%	113.97%
毛利率	37.48%	28.23%	32.00%	32.00%	32.00%
收入占比	30.75%	26.57%	26.42%	26.28%	26.14%
云服务	6352.96	7091.17	8154.85	9378.07	10784.78
YoY	19.40%	11.62%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	65.00%	59.00%	63.00%	64.00%	64.00%
收入占比	68.59%	72.39%	72.84%	73.20%	73.46%
其他	61.17	102.44	81.95	65.56	59.01
YoY	-78.97%	67.47%	-20.00%	-20.00%	-10.00%
毛利率	40.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
收入占比	0.66%	1.05%	0.73%	0.51%	0.40%
总营业收入	9261.74	9796.07	11,194.98	12,810.89	14,681.48
YoY	3.69%	5.77%	14.28%	14.43%	14.60%
毛利率	56.37%	50.73%	54.71%	55.52%	55.58%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

费用率假设

>

期间费用率：公司主营为软件与云服务业务，因此管理费用与研发费用占比较高。近年公司进行组织模式升级，一定程度抬高费用率。在行业数字化要求的推进下，AI算力、云业务等需求猛增，公司也将保持一定水平的研发投入以增强技术能力并应对市场竞争，预计系统化产品矩阵将为公司带来营收转机。2022年公司公布股权激励政策，随着费用摊销的减少，管理费用率也有望降低。同时，公司主营业务市场份额在未来将持续释放盈利红利，叠加有效的费率管控，预计期间费用率将得到控制。

■ **销售费用率：**根据公司年报披露数据，公司 21/22/23 年销售人员数量分别为 3325/4667/4292 人。随公司营收逐渐回升，销售费用率将基本保持稳定，大中小客户已具备一定黏性，预计 24/25/26 年销售费用率分别为 26.0%/26.0%/26.0%。

■ **管理费用率：**公司近三年管理费用率分别为 8.3%/7.4%/4.1%，管理费用得到合理控制，其中 22 年管理费用较高主要系支付股权激励费用。未来公司将进一步优化管理体系，并对费率有效管控，预计 24/25/26 年管理费用率分别为 4.5%/4.5%/4.5%。

■ **研发费用率：**由于公司主营业务收入正位于助力公司扭亏为盈的关键阶段，云服务、软件功能需要持续研发投入与更新迭代保持行业高竞争力。研发费用率在公司客户市场稳定后有望随着收入持续提升得到控制与下调，预计 24/25/26 年研发费用率分别是 21.2%/21.0%/20.0%。

未来三年业绩预测

表2: 未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9796	11195	12811	14681
营业成本	4826	5070	5699	6522
销售费用	2743	2911	3331	3871
管理费用	399	504	576	661
研发费用	2106	2373	2690	2936
财务费用	68	65	99	121
营业利润	-910	50	178	368
利润总额	-910	50	178	368
归属于母公司净利润(百万元)	-967	50	176	363
EPS	-0.28	0.01	0.05	0.11
ROE	-9.53%	0%	2%	3%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：

相对估值

公司聚焦于企业管理软件与云服务业务，给客户全面创新的全域产品与服务，我们选取软件业务中 license 和云化属性显著的金蝶国际、恒生电子、广联达为可比公司。

恒生电子: 公司是目前国内头部金融科技产品和服务商，客户主要聚焦于金融行业，目前产品及服务包括金融软件服务、金融资讯服务、金融 IT 解决方案服务、提供金融交易平台等。1) 公司 license 业务涉及为各类主体提供专业应用软件，为个人财富管理、基金公司、信托公司、保险、私募等公司财资管理客户提供垂直领域的解决方案。2) 近年公司在云服务上持续发力，打造 Light 云平台，建立金融分布式数据库，开发大模型技术应用，立志打造金融行业云生态。

金蝶国际: 全球知名的企业管理云 SaaS 公司，主要业务中 license 和云化特征显著。1) 企业管理云服务：提供基于云的企业资源管理（ERP）服务，帮助企业实现数字化转型。打造 SaaS 管理云，包含系列产品，为不同规模企业提供 SaaS 管理云服务。3) 企业数字化解决方案：为企业提供全面的数字化解决方案，包括财务、税务、人力、办公协同、营销、供应链、采购、制造等领域。

广联达: 立足于建筑行业的数字化软硬件产品、解决方案及相关服务，正从传统的 license 模式向云服务模式转型。1) 在传统的 License 模式下，广联达的收入主要来源于新用户的软件购买和现有用户的软件升级。2) 公司把握数字造价业务“云化”的关键时期，在多个地区推进了云转型，涉及计价、算量和工程信息等多个方面。

表3: 可比公司 PS 估值

代码	2024/06/01	收入 (亿元)						PS	
		公司简称	总市值 (亿元)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
0268. HK	金蝶国际	265.35	66.76	78.76	91.50	3.98	3.37	2.90	3.41
600570. SH	恒生电子	379.78	81.23	91.60	100.69	4.68	4.15	3.77	4.20
002410. SZ	广联达	194.21	69.91	76.42	84.82	2.78	2.54	2.29	2.54
	可比公司平均					3.81	3.35	2.99	

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

预计公司 2024-2026 年收入为 111.95/128.11/146.81 亿元，对应当前 PS 3.39/2.97/2.59 倍。我们采用 PS 相对估值方法，选取同行业金蝶国际、恒生电子、广联达作为用友网络可比公司，按照 wind 一致预期 2024 年可比公司平均 PS 为 3.81 倍。考虑到公司传统软件业务衰退幅度逐步收窄，云服务需求扩张，大客户需求逐渐回暖，我们给予公司 2024 年 4-4.4 倍 PS，预计合理估值 11.84-13.03 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法，从 PS 估值法得出公司合理估值在元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 1-3 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险。

我们假定未来 1-3 年公司所处行业平稳发展，但实际可能因为云服务产品开发节奏、政策策支持发生波动或不利变化，公司持续成长性实际很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或相同的金蝶国际、恒生电子、广联达对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024E-2026E PS 作为相对估值的参考，同时考虑公司逐渐摆脱组织模式升级带来的短暂不利好于财务指标的影响，在现有系统产品矩阵下持续加大研发，实现新产品的优化迭代，再基于云服务需求持续扩张，给予公司 2024 年 4-4.4xPS，可能并未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计 2024-2026 年公司营业总收入增长率分别为 14.28%/14.43%/14.60%，2024-2026 年软件业务收入增速分别为 32%/32%/32%，预计其毛利率分别为 63%/64%/64%。预计 2024-2026 年云服务业务收入增速分别为 15%/15%/15%，预计其毛利率分别为 63%/64%/64%，可能存在对公司产品销量及价格预期偏乐观，进而高估未来三年业绩的风险。

我们对公司未来 3 年毛利的预测也可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

云服务业务是公司最核心盈利业务，2023 年营收占到公司收入的 72.39%，预计 2024-2026 年公司云服务业务收入持续以 15%的速度增长，预计其毛利率分别为 63%/64%/64%，但是建立在随着公司产品体系完善成熟、市场认可度的不断提升，政策持续向好，该业务需求持续稳定增长的情况下。实际情况价格或市场认可度的推广可能不达预期，从而带来高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司是国内领先的企业软件服务与云服务公司，行业技术变革引领者，自成立以来，公司始终聚焦企业服务与云服务领域，坚持基础技术研究、持续的技术创新，以自主创新引领行业技术变革，以优秀管理经验提高公司运营效率。公司专注于自有知识产权软件产品研发，基于自主可控的基础技术平台，为大中小型公司提供全面、创新的定制化企业产品与服务。随着软件与云服务行业不断发展，市场可能逐渐饱和，新进入者可能成为新的竞争对手。

新产品的研发与市场推广的风险：公司 2023 年研发 YonGPT，进一步发布性能更加强大的 BIP3-R2 系列产品并持续推广拓宽市场，公司所属行业对于技术与管理经验都提出超高要求，行业领域技术更新速度要求高，公司需要不断进行技术创新以保持竞争力，否则会被现有竞争者取得重大技术突破而超越。随着全球化的推进，公司可能还会面临国际市场竞争对手，国际竞争对手可能拥有更高的科学技术水平，在出口和国内商业化可能会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能按照预期迅速获取市场认可，将会对公司经营产生不利影响。

客户忠诚度长期培养, 广泛开拓合作伙伴。公司云业务现有大型客户占总收入比重大, 23 年上半年持续受到组织模式升级的影响一定程度阻碍了签约率, 在影响期结束后公司需要考虑如何开拓更广阔的市场, 连结更大众的各类企业客户群体, 保证企业盈收。

传统软件业务推进不及预期的风险:公司在软件服务与云服务领域具备深厚的研发基础, 若传统软件服务业务后续受制于政策或节奏影响, 进度不及预期, 公司业绩或受阻。国内政策相比之下会更偏向于云生态的打造, 但现在在云服务以及平台搭建、技术突破上还有较大的发展空间, 在某些核心技术方面与国际先进水平仍有差距, 尤其是在 AI 大模型流行融合领域。现传统软件服务国内市场需求增长相对较缓, 市场趋于饱和, 可能会影响公司实际盈利。

公司收入增长承压风险:若组织模式优化持续影响公司业务, 导致公司收入增长面临压力无法逆转亏损局面, 可能会带来 开支的收紧, 从而影响公司业绩增长。

境外经营风险:公司正全面布局拓宽海外市场战略, 面临各个国家法律与税收的监管要求。如果未来境外设立子公司或发展国际合作伙伴关系的所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化, 同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力, 将增加公司管理协调的难度, 带来经营管理风险, 从而对公司业绩造成不利影响。

财务风险

应收账款风险:公司应收账款账面价值为 25.15 亿元, 占总资产 22.07%, 比例较高, 但如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难, 则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险:公司存货账面价值为 5.53 亿元, 占当前总资产的比例不高, 但若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况, 将造成公司存货跌价损失增加, 对公司盈利能力产生不利影响。

资产负债率及短期负债增高的风险:公司 2023 年负债合计 137.18 亿元, 24 年 Q1 负债合计 130.80 亿元, 其中合同负债 26.25 亿元。若财务管理不当, 未来存在一定短期流动性的风险。

技术风险

云服务技术难以取得核心突破风险:云服务需要处理海量的数据和请求, 性能优化是持续的挑战。如何提高计算效率, 减少延迟, 以及优化资源分配, 是实现核心突破的重要方面。云服务需要能够灵活地扩展以满足不同规模用户的需求。设计出可以无缝扩展的架构, 以适应不断变化的市场需求, 是取得核心突破的另一个关键点, 公司还有较大技术提升空间。

关键技术人才流失或缺乏风险:关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前对研发技术人员需求较大。随着行业竞争格局的变化, 对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制, 将缺乏对技术人才的吸引力, 可能导致现有核心技术人员流失, 这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险:经过多年的积累, 公司自主研发积累了一系列核心技术, 这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露而导致核心技术泄露, 将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力, 对公司的生产经营

和发展产生不利影响。

政策风险

云服务在全球范围内运营，必须遵守不同国家和地区的法律法规。适应不断变化的法律环境，确保合规性，也是实现核心突破的一部分。政府出台一系列鼓励云服务发展的政策也带动了行业竞争，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人持有公司 39.22%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

法律风险：随着数据安全和隐私保护意识的提高，公司需要确保其产品和服务符合相关法律法规，避免因数据泄露等问题而受到法律制裁或失去客户信任。随着数据量的增加和网络攻击手段的不断进化，确保云服务的安全性始终是一个重大挑战。开发出更为先进和可靠的安全机制，以保护用户数据和隐私，是取得核心突破的关键。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8304	8045	8000	8000	8000	营业收入	9262	9796	11195	12811	14681
应收款项	2482	2864	3067	3510	4022	营业成本	4041	4826	5070	5699	6522
存货净额	531	552	536	597	679	营业税金及附加	106	108	112	128	147
其他流动资产	1031	1210	1119	1281	1468	销售费用	2235	2743	2911	3331	3817
流动资产合计	12387	12922	12974	13639	14421	管理费用	1117	1108	659	731	816
固定资产	2531	2619	3744	4785	5733	研发费用	1754	2106	2373	2690	2936
无形资产及其他	2838	3872	3717	3562	3407	财务费用	(12)	68	65	99	121
投资性房地产	3064	3275	3275	3275	3275	投资收益	110	74	100	100	100
长期股权投资	2735	2833	2933	3033	3133	资产减值及公允价值变动	(31)	(78)	(50)	(50)	(50)
资产总计	23555	25521	26643	28294	29969	其他收入	(1602)	(1839)	(2373)	(2690)	(2936)
短期借款及交易性金融负债	3611	4240	5031	5690	6035	营业利润	251	(900)	55	183	373
应付款项	832	1007	939	1044	1188	营业外净收支	(4)	(10)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	5131	5875	6231	7013	8004	利润总额	247	(910)	50	178	368
流动负债合计	9574	11122	12200	13747	15227	所得税费用	22	23	3	9	18
长期借款及应付债券	826	1910	1910	1910	1910	少数股东损益	6	34	(2)	(7)	(14)
其他长期负债	637	685	705	725	745	归属于母公司净利润	219	(967)	50	176	363
长期负债合计	1463	2596	2616	2636	2656	现金流量表 (百万元)					
负债合计	11037	13718	14816	16382	17883	净利润	219	(967)	50	176	363
少数股东权益	1057	1651	1650	1647	1640	资产减值准备	(135)	(150)	37	25	27
股东权益	11461	10152	10177	10265	10447	折旧摊销	564	838	443	538	629
负债和股东权益总计	23555	25521	26643	28294	29969	公允价值变动损失	31	78	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	(12)	68	65	99	121
每股收益	0.06	(0.28)	0.01	0.05	0.11	营运资本变动	(1366)	25	247	268	400
每股红利	0.15	0.12	0.01	0.03	0.05	其它	128	198	(38)	(29)	(34)
每股净资产	3.34	2.97	2.98	3.00	3.06	经营活动现金流	(559)	22	789	1029	1436
ROIC	3.67%	-3.21%	1%	2%	3%	资本开支	0	12	(1500)	(1500)	(1500)
ROE	1.91%	-9.53%	0%	2%	3%	其它投资现金流	243	(213)	0	0	0
毛利率	56%	51%	55%	56%	56%	投资活动现金流	60	(298)	(1600)	(1600)	(1600)
EBIT Margin	0%	-11%	1%	2%	3%	权益性融资	14	1692	0	0	0
EBITDA Margin	6%	-3%	5%	6%	7%	负债净变化	436	1084	0	0	0
收入增长	4%	6%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(500)	(411)	(25)	(88)	(182)
净利润增长率	-69%	-541%	-105%	255%	106%	其它融资现金流	4300	(3021)	791	659	345
资产负债率	51%	60%	62%	64%	65%	融资活动现金流	4186	18	766	571	164
股息率	1.2%	1.0%	0.1%	0.2%	0.4%	现金净变动	3688	(258)	(45)	0	0
P/E	186.6	(42.1)	822.0	231.5	112.1	货币资金的期初余额	4616	8304	8045	8000	8000
P/B	3.6	4.0	4.0	4.0	3.9	货币资金的期末余额	8304	8045	8000	8000	8000
EV/EBITDA	90.7	(211.2)	108.1	74.2	54.6	企业自由现金流	0	(249)	(743)	(474)	(48)
						权益自由现金流	0	(2186)	(14)	92	182

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032