

研究所：

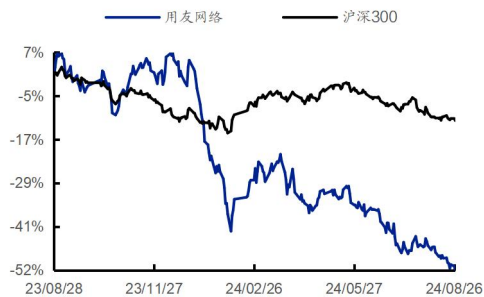
证券分析师：

 刘熹 S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

订阅化转型持续推进，效益化经营初见成效

——用友网络（600588）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/27

表现	1M	3M	12M
用友网络	-12.6%	-27.0%	-51.9%
沪深300	-3.0%	-9.1%	-10.9%

市场数据

2024/08/27

当前价格(元)	8.13
52周价格区间(元)	8.09-18.46
总市值(百万)	27,792.58
流通市值(百万)	27,780.19
总股本(万股)	341,852.14
流通股本(万股)	341,699.74
日均成交额(百万)	132.19
近一月换手(%)	0.48

相关报告

《用友网络(600588)点评报告：订单规模持续高增，“组织改革+BIP3新品”红利将显现(买入)*软件开发*刘熹》——2024-04-01

《用友网络(600588)2023年三季度点评：Q3营收拐点已现，新签订单进入上升期(买入)*软件开发*刘熹》——2023-11-02

事件：

2024年8月24日，公司发布2024年半年报。2024H1，公司营收38.05亿元，同比+12.93%；归母净利润-7.94亿元，同比减亏；扣非归母净利润-7.94亿元，同比减亏；

2024Q2，公司营收20.56亿元，同比+8.51%；归母净利润-3.41亿元，同比减亏；扣非归母净利润-3.42亿元，同比减亏。

投资要点：

■ 云收入持续提升，订阅转型稳步推进

2024H1，公司面向大、中和小微企业收入34.43亿元，同比+11.8%，其中，云服务业务收入26.28亿元，同比+20.9%；分客户类型看：

1) **大型企业客户**：实现收入23.88亿元，同比+11.2%，其中，云服务业务收入17.65亿元，同比+16.8%。YonBIP收入同比+42.1%，续费率为101.1%。2024年8月公司发布最新版BIP3 R6，具备更强数智能力、更高运行性能、更低资源消耗以及更加安全可靠的特性。2024H1公司持续签约行业大客户，其中一级央企新增签约3家，累计签约40家。我们认为随着公司R6新品实现交付效率提升，叠加新签一众大客户，有望夯实全年收入增长基础。

2) **中型企业客户**：实现收入6.0亿元，同比+8.3%，其中，云服务业务实现收入4.29亿元，同比+39.1%。YonSuite收入同比+116.1%，续费率持续提升至92.4%。2024H1，公司中型企业客户业务更大力度地推进订阅业务模式，订阅收入实现了超60%的高速增长。

3) **小型企业客户**：畅捷通实现收入4.56亿元，同比+20.4%，其中，云订阅收入3.09亿元，同比+35.3%。截至2024年6月末，云服务业务累计付费企业用户数达到70.6万家，新增付费企业用户数7.3万家。

4) **政府与其它公共组织客户**：收入2.84亿元，同比+13.1%，其中，云服务业务实现收入2.17亿元，同比+25.8%。

■ 成本费用控制力度加大，效益化经营初见成效

公司控制人员规模，优化人员结构，控制成本费用支出；2024H1毛利率为52.5%，同比+3.6pct，Q2毛利率为54%，环比+3.2pct；2024H1销售/管理/研发费用率分别为30.04%/14.86%/27.95%，同比-2.02/-0.25/-2.1pct。2024H1公司归母净利润同比减亏5117万元，Q2

同比减亏 1.07 亿元；扣非归母净利润同比减亏 1.46 亿元，Q2 同比减亏 1.01 亿元；**公司效益化经营已初见成效，为实现全年效益化目标形成了更好基础。**

■ **海外业务加速拓展，海外子公司合同签约同比+34%**

公司战略加快拓展海外市场，新设立印尼、越南、日本、墨西哥、德国和阿联酋子公司，在东南亚地区加强对菲律宾、柬埔寨和缅甸的业务延伸覆盖，为中企出海本地化服务和开拓海外市场提供了有效保障。**2024H1，公司海外子公司的合同签约金额同比+34%。**

■ **发布 YonGPT2.0，应用场景进一步拓展深化**

2024 年 8 月公司发布 YonGPT 2.0，沉淀了财务、人力、供应链等垂直领域模型，并实现更强专业能力和完善的大模型训练体系。其中，智能产品“智友”实现知识问答、应用唤起、ChatBI 报表、审批流程预测等多个智能场景；“智能大搜”能力增强，完成权限控制、标签管理、知识过滤与企业词库建设；“数智员工”实现对设计器和控制台功能的进一步优化。目前德勤、宇通客车、康师傅百饮等行业领先企业选择使用 YonGPT，实现更强数智化发展。

■ **盈利预测和投资评级：**公司云收入持续提升，订阅转型加速推进，同时公司推出 YonGPT2.0，大模型赋能场景和应用持续深化；预计公司 2024-2026 年营收 110.63/126.94/146.91 亿元，归母净利润 0.52/3.82/6.16 亿元；对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.02/0.11/0.18 元，PE 分别为 546/75/46；鉴于宏观经济影响，公司当前增长有所放缓，下调至“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济影响下游客户需求、客户续费不及预期、公司成本管控不及预期、产品迭代不及预期、市场竞争加剧等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9796	11063	12694	14691
增长率(%)	6	13	15	16
归母净利润（百万元）	-967	52	382	616
增长率(%)	-541	105	627	61
摊薄每股收益（元）	-0.28	0.02	0.11	0.18
ROE(%)	-10	1	4	6
P/E	—	545.73	75.05	46.47
P/B	5.99	2.80	2.73	2.63
P/S	6.21	2.59	2.26	1.95
EV/EBITDA	921.62	40.54	26.19	21.61

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：用友网络盈利预测表

证券代码:	600588				股价:	8.13				投资评级:	增持				日期:	2024/08/27			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	-10%	1%	4%	6%	EPS	-0.29	0.02	0.11	0.18										
毛利率	51%	53%	56%	58%	BVPS	2.97	2.99	3.07	3.19										
期间费率	40%	37%	37%	37%	估值														
销售净利率	-10%	0%	3%	4%	P/E	—	545.73	75.05	46.47										
成长能力					P/B	5.99	2.80	2.73	2.63										
收入增长率	6%	13%	15%	16%	P/S	6.21	2.59	2.26	1.95										
利润增长率	-541%	105%	627%	61%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.40	0.44	0.50	0.55	营业收入	9796	11063	12694	14691										
应收账款周转率	4.22	4.13	4.24	4.41	营业成本	4826	5187	5625	6130										
存货周转率	8.92	9.06	9.14	9.17	营业税金及附加	108	127	145	132										
偿债能力					销售费用	2743	2843	3186	3702										
资产负债率	54%	52%	54%	55%	管理费用	1108	1141	1285	1484										
流动比	1.16	1.01	0.93	0.87	财务费用	68	135	171	186										
速动比	1.00	0.91	0.83	0.76	其他费用/(-收入)	2106	2195	2551	3119										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	-900	61	401	627										
现金及现金等价物	8297	6150	5766	5379	营业外净收支	-10	-6	-7	-8										
应收款项	2660	3004	3331	3732	利润总额	-910	55	395	620										
存货净额	552	593	638	699	所得税费用	23	3	16	16										
其他流动资产	1414	666	770	930	净利润	-933	52	378	604										
流动资产合计	12922	10413	10505	10740	少数股东损益	34	-1	-3	-12										
固定资产	2286	2266	2242	2215	归属于母公司净利润	-967	52	382	616										
在建工程	333	299	269	242	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	7147	9160	10331	11570	经营活动现金流	-91	240	1295	1552										
长期股权投资	2833	2833	2833	2833	净利润	-967	52	382	616										
资产总计	25521	24970	26180	27600	少数股东损益	34	-1	-3	-12										
短期借款	3803	3389	3608	3717	折旧摊销	936	537	585	617										
应付款项	1007	1024	1111	1211	公允价值变动	8	0	0	0										
合同负债	2660	2909	3340	3864	营运资金变动	-332	-365	258	292										
其他流动负债	3652	3028	3246	3535	投资活动现金流	-542	-2664	-1622	-1680										
流动负债合计	11122	10350	11304	12327	资本支出	-1788	-2211	-1669	-1759										
长期借款及应付债券	1910	2031	2031	2031	长期投资	1055	-410	-110	-110										
其他长期负债	685	704	704	704	其他	191	-43	157	189										
长期负债合计	2596	2734	2734	2734	筹资活动现金流	2089	-123	-157	-359										
负债合计	13718	13084	14038	15061	债务融资	1829	73	219	109										
股本	3419	3419	3419	3419	权益融资	1692	71	0	0										
股东权益	11803	11886	12142	12539	其它	-1433	-267	-376	-468										
负债和股东权益总计	25521	24970	26180	27600	现金净增加额	1459	-2547	-484	-487										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。