

评级：买入（维持）

市场价格：8.44 元/股

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

分析师：何柄谕

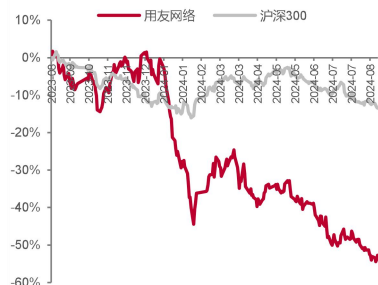
执业证书编号：S0740519090003

Email: heby@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 3,419 |
| 流通股本(百万股) | 3,417 |
| 市价(元) | 8.44 |
| 市值(百万元) | 28,852 |
| 流通市值(百万元) | 28,839 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《用友网络（600588）：业绩短期承压，云战略转型加速推进》

2 《用友网络（600588）：第三季度业绩显著改善，云战略加速落地》

3 《用友网络（600588）：高端ERP项目验收，云业务维持高增》

公司盈利预测及估值

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9,262 | 9,796 | 11,212 | 12,896 | 14,769 |
| 增长率 yoy% | 4% | 6% | 14% | 15% | 15% |
| 净利润 | 219 | -967 | 129 | 468 | 821 |
| 增长率 yoy% | -69% | — | — | 264% | 75% |
| 每股收益(元) | 0.06 | -0.28 | 0.04 | 0.14 | 0.24 |
| 每股现金流量 | 0.08 | -0.03 | 0.10 | 0.29 | 0.45 |
| 净资产收益率 | 2% | -8% | 1% | 4% | 7% |
| P/E | 131.6 | -29.8 | 224.2 | 61.6 | 35.1 |
| P/S | 3.1 | 2.9 | 2.6 | 2.2 | 2.0 |

备注：股价为2024年8月29日收盘价

投资要点

- 投资事件：**近日公司发布2024年中报：营业收入规模为38.05亿元，同比增长12.9%，归母净利润为亏损7.94亿元，去年同期为亏损8.45亿元，同比减亏。
- 收入实现稳定增长，净利润减亏。**报告期内，公司多项业务实现稳定增长，其中企业客户业务实现收入34.43亿元，同比增长11.8%，政府与其它公共组织客户业务收入2.84亿元，同比增长13.1%。在多项业务稳增长带动下，公司整体收入达38.05亿元，同比增速达12.9%，收入端实现稳定增长。利润方面，公司归母净利润为亏损7.94亿元，同比实现减亏。
- 云业务加速推进，经营指标靓丽。**公司进一步推进云转型战略，云业务加速发展。公司企业客户业务的云收入达到26.28亿元，同比增长20.9%，显著高于总收入增速，其中大型企业云收入17.65亿元，同比增长16.8%，中型企业云收入4.29亿元，同比增长39.1%，小微企业云收入3.09亿元，同比增长35.3%。政府与其他公共组织客户业务云收入达到2.17亿元，同比增长25.8%。各项云业务收入均实现快速增长，云业务已经成为收入增长核心来源。另外，YonBIP续费率达到101.1%，YonSuite续费率提升至92.4%，中型企业客户订阅收入增速超60%。公司云业务经营指标靓丽，云战略加速落地。
- 公司加大海外市场拓展力度，海外订单实现高增。**新形势下，海外市场成为国内企业管理IT企业新增长点。海外市场不仅包括中国企业出海的数智化需求，而且包含新兴市场本地企业的数智化需求。报告期内，公司继续加大海外市场拓展力度，新设印尼、越南、日本、德国等子公司，并在东南亚地区加强对菲律宾、缅甸等业务延展。2024年上半年，公司海外子公司新签合同金额同比增长34%，实现高速增长。海外市场空间广阔，有望打开公司业务发展空间。
- 投资建议：**我们预计公司2024/2025/2026年收入分别为112.12/128.96/147.69亿元，净利润分别为1.29/4.68/8.21亿元，对应PS分别为2.6/2.2/2.0倍。考虑公司云转型加速落地及PS估值处于较低水平，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**业务发展不及预期，政策落地缓慢

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 8,045 | 6,824 | 6,214 | 6,417 | 营业收入 | 9,796 | 11,212 | 12,896 | 14,769 |
| 应收票据 | 145 | 168 | 193 | 222 | 营业成本 | 4,826 | 5,045 | 5,545 | 6,203 |
| 应收账款 | 2,515 | 2,792 | 3,349 | 4,006 | 税金及附加 | 108 | 129 | 148 | 168 |
| 预付账款 | 195 | 202 | 222 | 248 | 销售费用 | 2,743 | 2,691 | 3,030 | 3,397 |
| 存货 | 552 | 578 | 635 | 711 | 管理费用 | 1,108 | 1,301 | 1,483 | 1,654 |
| 合同资产 | 882 | 897 | 1,419 | 1,772 | 研发费用 | 2,106 | 2,130 | 2,386 | 2,658 |
| 其他流动资产 | 1,471 | 1,603 | 2,187 | 2,617 | 财务费用 | 68 | 107 | 122 | 124 |
| 流动资产合计 | 12,922 | 12,168 | 12,801 | 14,221 | 信用减值损失 | -165 | -180 | -200 | -220 |
| 其他长期投资 | 8 | 10 | 11 | 13 | 资产减值损失 | -70 | -50 | -55 | -60 |
| 长期股权投资 | 2,833 | 2,833 | 2,833 | 2,833 | 公允价值变动收益 | -8 | 15 | 15 | 15 |
| 固定资产 | 2,286 | 2,340 | 2,961 | 3,208 | 投资收益 | 74 | 100 | 100 | 100 |
| 在建工程 | 333 | 583 | 183 | 33 | 其他收益 | 398 | 420 | 450 | 485 |
| 无形资产 | 3,872 | 4,298 | 4,338 | 4,171 | 营业利润 | -900 | 149 | 526 | 920 |
| 其他非流动资产 | 3,267 | 3,281 | 3,291 | 3,298 | 营业外收入 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| 非流动资产合计 | 12,599 | 13,344 | 13,617 | 13,555 | 营业外支出 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 资产合计 | 25,521 | 25,512 | 26,419 | 27,776 | 利润总额 | -910 | 139 | 517 | 910 |
| 短期借款 | 3,803 | 3,803 | 3,803 | 3,803 | 所得税 | 23 | 10 | 39 | 64 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | -933 | 129 | 478 | 846 |
| 应付账款 | 1,007 | 959 | 1,026 | 1,117 | 少数股东损益 | 34 | 0 | 10 | 25 |
| 预收款项 | 14 | 22 | 26 | 30 | 归属母公司净利润 | -967 | 129 | 468 | 821 |
| 合同负债 | 2,660 | 2,579 | 3,030 | 3,545 | NOPLAT | -864 | 227 | 591 | 961 |
| 其他应付款 | 1,229 | 900 | 900 | 900 | EPS (摊薄) | -0.28 | 0.04 | 0.14 | 0.24 |
| 一年内到期的非流动负债 | 437 | 437 | 437 | 437 | | | | | |
| 其他流动负债 | 1,972 | 2,216 | 2,464 | 2,708 | | | | | |
| 流动负债合计 | 11,122 | 10,916 | 11,687 | 12,539 | | | | | |
| 长期借款 | 1,910 | 2,190 | 2,190 | 2,190 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 685 | 685 | 685 | 685 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 2,596 | 2,876 | 2,876 | 2,876 | | | | | |
| 负债合计 | 13,718 | 13,791 | 14,562 | 15,415 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 10,152 | 10,069 | 10,196 | 10,675 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,651 | 1,651 | 1,661 | 1,686 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 11,803 | 11,720 | 11,856 | 12,361 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 25,521 | 25,512 | 26,419 | 27,776 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------|--------|--------|--------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | -91 | 351 | 1,002 | 1,530 |
| 现金收益 | -11 | 1,140 | 1,595 | 2,010 |
| 存货影响 | -21 | -27 | -57 | -75 |
| 经营性应收影响 | -382 | -258 | -547 | -652 |
| 经营性应付影响 | 501 | -369 | 71 | 94 |
| 其他影响 | -179 | -136 | -60 | 152 |
| 投资活动现金流 | -542 | -1,540 | -1,148 | -862 |
| 资本支出 | -1,976 | -1,634 | -1,257 | -969 |
| 股权投资 | -98 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 1,532 | 94 | 109 | 107 |
| 融资活动现金流 | 2,089 | -32 | -464 | -465 |
| 借款增加 | 1,714 | 280 | 0 | 0 |
| 股利及利息支付 | -411 | -250 | -430 | -614 |
| 股东融资 | 1,692 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -906 | -62 | -34 | 149 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|---------|---------|--------|-------|
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.8% | 14.5% | 15.0% | 14.5% |
| EBIT 增长率 | -458.7% | -129.2% | 159.6% | 61.9% |
| 归母公司净利润增长率 | — | — | 263.9% | 75.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 50.7% | 55.0% | 57.0% | 58.0% |
| 净利率 | -9.5% | 1.2% | 3.7% | 5.7% |
| ROE | -8.2% | 1.1% | 3.9% | 6.6% |
| ROIC | -6.8% | 2.0% | 5.1% | 7.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 53.8% | 54.1% | 55.1% | 55.5% |
| 债务权益比 | 57.9% | 60.7% | 60.0% | 57.6% |
| 流动比率 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转天数 | 85 | 85 | 86 | 90 |
| 应付账款周转天数 | 69 | 70 | 64 | 62 |
| 存货周转天数 | 40 | 40 | 39 | 39 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | -0.28 | 0.04 | 0.14 | 0.24 |
| 每股经营现金流 | -0.03 | 0.10 | 0.29 | 0.45 |
| 每股净资产 | 2.97 | 2.95 | 2.98 | 3.12 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | -30 | 224 | 62 | 35 |
| P/B | 3 | 3 | 3 | 3 |
| EV/EBITDA | 4,599 | 50 | 35 | 28 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。