

用友网络（600588.SH）

优于大市

核心产品 BIP3 占比提升，AI 产品有望推动业绩复苏

核心观点

全年业绩同比承压，四季度利润下滑较大。2024 年公司实现收入 91.53 亿元，同比-6.57%，实现归母净利润-20.61 亿元，同比-113.13%。单 Q4 来看，公司实现收入 34.15 亿元，同比-16.48%，实现归母净利润-6.06 亿元，同比-1058.37%。公司收入承压主要由于：1）部分客户需求阶段性延后，导致业绩表现承压；2）推进订阅业务模式，对短期整体收入造成影响。除上述因素外，公司利润还受到人员调整、减值损失等非经常因素影响。公司当前对利润的不理影响逐步出清，净利润有望触底回升。

核心产品占比提升，大型客户持续导入。2024 年公司云服务业务收入 68.5 亿元，其中核心产品 BIP3 实现收入 31.4 亿元，占整体收入比例同比+2.4 个百分点。分客户来看，中型企业云服务收入同比增长 7.9%，YonSuite 续费率提升至 95%；小微企业实现云订阅收入 6.6 亿元，同比+34.1%，净利润同比翻倍；大型企业客户 YonBIP 续费率达 91.5%，一级央企新增签约 7 家，累计签约达 44 家。公司合同负债为 30.5 亿元，同比+8.8%。其中，云业务相关合同负债为 27.8 亿元，同比+13.0%，订阅相关合同负债为 23.1 亿元，同比+25.9%。公司持续新增大客户，为核心产品放量奠定基础，相关合同负债增长，收入表现有一定保障。

海外业务持续推进，产品全面拥抱 AI。2024 年公司海外业务收入同比增长超 50%，新设立越南、日本、德国等子公司，并助力中国港湾、格力等中企出海，已在 40 多个国家和地区累计交付 1300 家海外客户。新产品领域，公司发布企业服务垂类大模型 YonGPT2.0，通过 1 个大模型平台、2 个应用框架（Agent 和 RAG）以及应用数据闭环，有效连接企业需求与通用大模型，覆盖财务、人力、供应链等 100 多个场景，在招商局集团（人力资源数智员工）、中国五矿（财务数智员工）等头部客户落地。公司核心产品 BIP3 发布 R5 及 R6 版本，全面加强 AI 融合、数据服务、全球化能力，实现资源消耗同比降低 50%、运维成本节省 30%。

风险提示：行业竞争加剧、新产品的研发与市场推广不及预期、境外经营风险、关键技术人才流失或缺乏等。

投资建议：维持“优于大市”评级。受公司下游需求变化影响，预计 2025-2027 年归母净利润-5.54/2.56/10.51 亿元。公司为全球领先的企业服务提供商，全面推进 AI 产品研发，大客户持续导入。考虑到公司利润影响因素逐步出清，业绩表现有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,796	9,153	9,963	10,903	12,169
(+/-%)	5.8%	-6.6%	8.9%	9.4%	11.6%
归母净利润(百万元)	-967	-2061	-554	256	1051
(+/-%)	-541.3%	113.1%	—	-146.1%	311.1%
每股收益(元)	-0.28	-0.60	-0.16	0.07	0.31
EBIT Margin	-11.2%	-18.8%	-4.8%	3.7%	10.1%
净资产收益率 (ROE)	-9.5%	-25.0%	-7.2%	3.3%	12.6%
市盈率 (PE)	-48.0	-22.5	-83.8	181.6	44.2
EV/EBITDA	-233.5	-101.5	256.1	53.8	30.9
市净率 (PB)	4.58	5.63	6.04	5.94	5.56

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

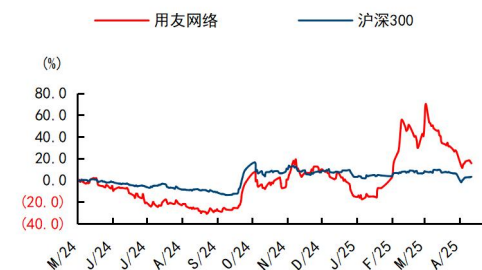
xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.59 元
总市值/流通市值	46437/46437 百万元
52 周最高价/最低价	20.00/8.03 元
近 3 个月日均成交额	1938.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

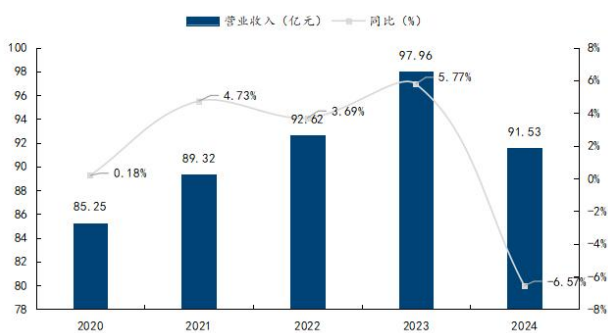
相关研究报告

《用友网络（600588.SH）-收入持续增加，AI 新产品助力业绩增长》——2024-08-27

《用友网络（600588.SH）-业绩拐点有望出现，大客户带动多元 AI 产品线红利释放》——2024-06-04

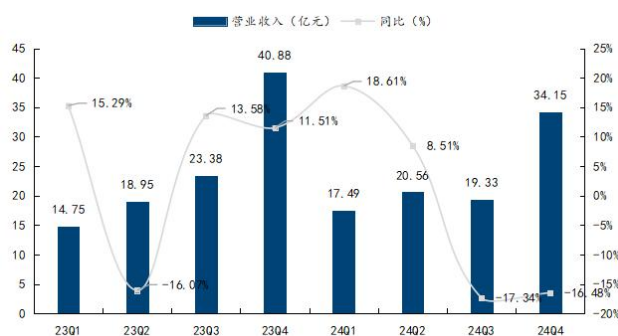
全年业绩同比承压，四季度利润下滑较大。2024 年公司实现营业收入 91.53 亿元，同比-6.57%，实现归母净利润-20.61 亿元，同比-113.13%。单 Q4 来看，公司实现收入 34.15 亿元，同比-16.48%，实现归母净利润-6.06 亿元，同比-1058.37%。公司收入承压主要由于：1) 部分客户需求阶段性延后，导致业绩表现承压；2) 推进订阅业务模式，对短期整体收入造成影响。除上述因素外，公司利润还受到研发投入形成的资本化无形资产摊销金额增长、离职人员经济补偿金增加、计提长期股权投资减值损失等因素影响。

图1：公司营业收入及增速



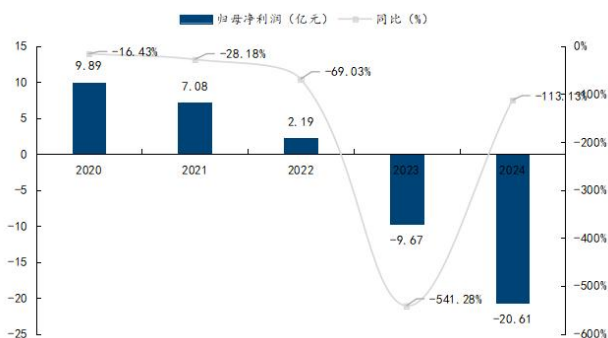
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



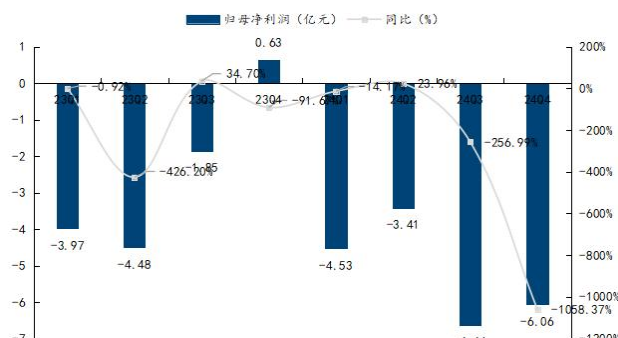
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：用友网络归母净利润及增速



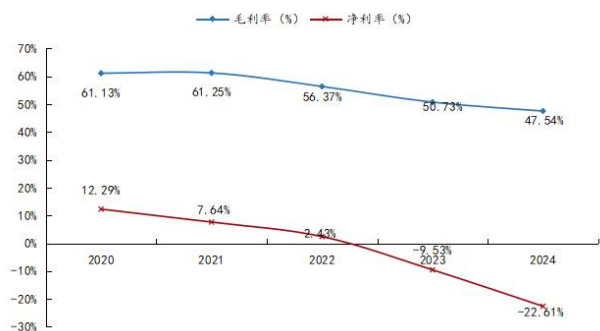
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：用友网络单季归母净利润及增速

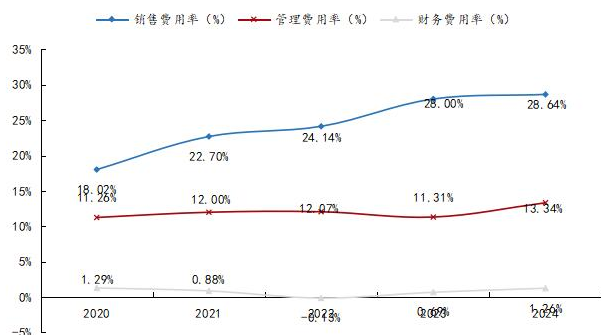


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率有所下滑，研发投入提升。2024 年公司实现毛利率 47.54%，较去年下降 3.19 个 pct，实现净利率为-22.61%，较去年下降 13.08 个 pct。公司利润率下滑主要受下游需求变化、业务模式转变等因素影响。公司实现销售、管理、财务费用率分别为 28.65%、13.34%以及 1.26%，公司加大研发投入，2024 年研发费用达 21.22 亿元，同比+0.73%。

图5：公司毛利率、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6：公司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

盈利预测

假设前提：

1) 软件业务：用友网络针对不同行业客户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。2024 年，软件行业受到宏观经济变化等因素影响，下游客户预算收紧、相关审批周期延长，市场竞争激烈，公司相关业务亦承压。随着大客户的持续导入以及 AI 等核心产品放量，后续公司软件业务有望企稳回升，预计 2025-2027 年软件业务收入增速分别为 5.84%/6.77%/8.08%。

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。2024 年，企业云服务下游市场需求明显放缓，市场份额争夺激烈。同时，公司加大推进订阅业务模式，对相关业务造成短期影响。随着公司业务模式转变，YonBIP 云服务、YonSuite 等核心产品性能优化，应用场景持续拓展，公司云业务收入有望加速增长，预计 2025-2027 年云业务收入增速分别为 9.87%/10.29%/12.72%。

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，随着数字化继续推进，相关业务收入情况保持稳定，公司继续向核心业务靠拢，扩大自身优势，预计 2025-2027 年公司其他业务收入增速分别为 10%/8%/5%。

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，公司全面拥抱 AI，持续优化产品矩阵，云平台为产品线进一步利润释放筑牢基础。在减值、人员变动等多项不利因素出清后，在合理控制成本下，公司整体毛利率有望回暖，预计 2025-2027 年公司总营业收入的毛利率分别为 52.67%/56.32%/58.53%。

表1: 用友网络盈利预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,261.74	9,796.07	9,152.73	9,963.48	10,902.71	12,168.51
yoy	3.69%	5.77%	-6.57%	8.86%	9.43%	11.61%
毛利率	56.37%	50.73%	47.54%	52.67%	56.32%	58.53%
软件业务	2,847.61	2,602.46	2,290.16	2,423.88	2,587.88	2,796.93
yoy	-14.23%	-8.61%	-12.00%	5.84%	6.77%	8.08%
收入占比	30.75%	26.57%	25.02%	24.33%	23.74%	22.98%
云业务	6,352.96	7,091.17	6,849.83	7,525.59	8,299.70	9,355.70
yoy	19.40%	11.62%	-3.40%	9.87%	10.29%	12.72%
收入占比	68.59%	72.39%	74.84%	75.53%	76.13%	76.88%
其他业务	61.17	102.44	12.74	14.01	15.13	15.89
yoy	-17.50%	67.47%	-87.57%	10.00%	8.00%	5.00%
收入占比	0.66%	1.05%	0.14%	0.14%	0.14%	0.13%

资料来源: 招股说明书、公司财报、Wind、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, 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。在行业数字化推进下, AI、云业务等需求猛增, 公司将保持一定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。2024 年公司人员优化产生的离职人员经济补偿金增加导致管理费用上行, 随着相关事项完成, 管理费用率也有望降低。同时, 公司主营业务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: 据公司年报披露, 公司 22/23/24 年销售人员数量分别为 4667/4292/3576 人, 2024 年销售人员数量下滑, 未来销售费用率将基本保持稳定, 大中小客户已具备一定黏性, 随着公司收入回暖, 预计 25/26/27 年销售费用率分别为 23.68%/21.43%/19.58%。

管理费用率: 公司近三年管理费用率分别为 12.07%/11.31%/13.34%, 管理费用得到合理控制, 随着人员结构调整完毕, 未来公司将进一步优化管理体系, 并对费率有效管控, 预计 25/26/27 年管理费用率分别为 10.81%/9.94%/9.53%。

研发费用率: 由于公司主营业务收入正位于 AI 转型的关键阶段, 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 25/26/27 年研发费用率分别为 21.93%/20.25%/18.32%。

图7: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9153	9963	10903	12169
营业成本	4802	4715	4762	5046
销售费用	2622	2360	2336	2383
管理费用	1221	1077	1083	1159
研发费用	2122	2185	2207	2229
财务费用	115	157	180	163
营业利润	-2068	-581	275	1116
利润总额	-2076	-586	270	1111
归属于母公司净利润	-2061	-554	256	1051
EPS	-0.6	-0.16	0.07	0.31
ROE	-25%	-7%	3%	13%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持“优于大市”评级。受公司下游需求变化影响，预计 2025-2027 年归母净利润-5.54/2.56/10.51 亿元。公司为全球领先的企业服务提供商，全面推进 AI 产品研发，大客户持续导入。考虑到公司利润影响因素逐步出清，业绩表现有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

我们预计 2025-2027 年公司营业收入增速分别为 8.86%/9.43%/11.61%，总营业收入的毛利率分别为 52.67%/56.32%/58.53%。其中，软件业务收入增速分别为 5.84%/6.77%/8.08%，云服务业务收入增速分别为 9.87%/10.29%/12.72%，可能存在对公司产品销量及价格预期乐观，进而高估未来三年业绩的风险。我们对公司未来三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 年盈利预测高于实际值的风险。

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，为大中小型公司客户提供全面、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。

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。

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、保密信息泄露进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。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8045	6424	7591	7353	7123	营业收入	9796	9153	9963	10903	12169
应收款项	2864	2720	2730	2987	3334	营业成本	4826	4802	4715	4762	5046
存货净额	552	411	496	498	529	营业税金及附加	108	104	100	109	122
其他流动资产	1210	1350	996	1090	1217	销售费用	2743	2622	2360	2336	2383
流动资产合计	12922	11031	11940	12056	12329	管理费用	1108	1221	1077	1083	1159
固定资产	2619	2878	3032	2961	2869	研发费用	2106	2122	2185	2207	2229
无形资产及其他	3872	4293	4164	4034	3905	财务费用	68	115	157	180	163
投资性房地产	3275	3136	3136	3136	3136	投资收益	74	51	100	100	100
长期股权投资	2833	2819	2907	2965	3009	资产减值及公允价值变动	(78)	(332)	(50)	(50)	(50)
资产总计	25521	24157	25179	25152	25248	其他收入	(1839)	(2077)	(2185)	(2207)	(2229)
短期借款及交易性金融负债	4240	5592	7279	7096	6286	营业利润	(900)	(2068)	(581)	275	1116
应付款项	1007	1103	992	997	1057	营业外净收支	(10)	(8)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	5875	5670	5651	5654	5953	利润总额	(910)	(2076)	(586)	270	1111
流动负债合计	11122	12365	13922	13747	13295	所得税费用	23	(6)	(29)	14	56
长期借款及应付债券	1910	1432	1432	1432	1432	少数股东损益	34	(9)	(2)	1	5
其他长期负债	685	560	580	600	620	归属于母公司净利润	(967)	(2061)	(554)	256	1051
长期负债合计	2596	1992	2012	2032	2052	现金流量表（百万元）					
负债合计	13718	14357	15935	15779	15348	净利润	(967)	(2061)	(554)	256	1051
少数股东权益	1651	1553	1552	1552	1555	资产减值准备	(150)	212	(192)	(1)	(3)
股东权益	10152	8247	7692	7820	8346	折旧摊销	838	1118	717	752	773
负债和股东权益总计	25521	24157	25179	25152	25248	公允价值变动损失	78	332	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	68	115	157	180	163
每股收益	(0.28)	(0.60)	(0.16)	0.07	0.31	营运资本变动	25	262	(43)	(327)	(127)
每股红利	0.12	0.08	0.00	0.04	0.15	其它	198	(222)	190	2	5
每股净资产	2.97	2.41	2.25	2.29	2.44	经营活动现金流	22	(359)	168	731	1749
ROIC	-3.21%	-5.80%	-1%	4%	10%	资本开支	0	(262)	(600)	(600)	(600)
ROE	-9.53%	-25.00%	-7%	3%	13%	其它投资现金流	(213)	124	0	0	0
毛利率	51%	48%	53%	56%	59%	投资活动现金流	(311)	(123)	(689)	(657)	(644)
EBIT Margin	-11%	-19%	-5%	4%	10%	权益性融资	3	142	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-7%	2%	11%	16%	负债净变化	1084	(478)	0	0	0
收入增长	6%	-7%	9%	9%	12%	支付股利、利息	(411)	(274)	0	(128)	(526)
净利润增长率	-541%	113%	—	-146%	311%	其它融资现金流	(1320)	222	1688	(183)	(810)
资产负债率	60%	66%	69%	69%	67%	融资活动现金流	30	(1139)	1688	(311)	(1336)
股息率	0.9%	0.6%	0.0%	0.3%	1.1%	现金净变动	(258)	(1622)	1167	(238)	(231)
P/E	(48.0)	(22.5)	(83.8)	181.6	44.2	货币资金的期初余额	8304	8045	6424	7591	7353
P/B	4.6	5.6	6.0	5.9	5.6	货币资金的期末余额	8045	6424	7591	7353	7123
EV/EBITDA	(233.5)	(101.5)	256.1	53.8	30.9	企业自由现金流	0	(593)	(376)	209	1214
						权益自由现金流	0	(849)	1162	(145)	248

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中所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