



2025 年 09 月 03 日

公司点评

买入/维持

用友网络(600588)

目标价:

昨收盘:15.44

## 二季度收入恢复增长，AI 产品化收入取得进展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 34.17/34.17  
 总市值/流通(亿元) 527.58/527.58  
 12 个月内最高/最低价(元) 20/8.24

### 相关研究报告

<<订阅收入持续增加>>—2025-04-07

<<收入快速增长，云成长可期>>—2024-08-27

<<业绩恢复增长，创新业务增长明显>>—2024-05-09

证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520080001

**事件：**公司发布 2025 年半年报，收入 35.81 亿元，同比减少 5.9%；归母净利润-9.45 亿元。

**二季度收入恢复增长。**2025 年第二季度，公司收入 22.03 亿元，同比增长 7.1%。公司大型企业用户收入 23.18 亿元，同比下降 2.9%，累计服务中国 500 强客户 382 家，占比达 76.4%；中型企业用户 4.62 亿元，同比下降 23.0%，订阅业务收入同比增长 44.8%；畅捷通收入 4.86 亿元，同比增长 6.7%；政府与其他公共组织客户收入 2.45 亿元，同比下降 13.7%。

**继续缩减人员开支，云指标表现向好。**报告期末，公司员工数量为 19105 人，较 2025 年初减少 2178 人。公司云服务累计付费客户数为 95.48 万家，新增云服务付费客户数 8.23 万家。订阅相关合同负债为 24.1 亿元，较去年上半年末增长 23.6%；云服务业务 ARR 为 26.5 亿元，较去年上半年末增长 13.7%；订阅相关收入同比增长 16.9%。

**AI 产品化收入取得进展。**公司核心产品 BIP3 半年度实现收入 13.3 亿元，同比增长 7.7%，占整体收入的比例同比提升 4.7 个百分点。BIP 产品实现 AI 相关合同签约金额超 3.2 亿元。公司发布全新一代用友 BIP 智能体构建平台，无缝接入 4,000 多个企业级应用 API，助力企业 10 分钟按需构建一个企业级智能体；数据平台全面提升智能应用水平，ChatBI、DataAgent 等智能化能力平台研发完成。

**投资建议：**公司现阶段持续围绕 AI 进行探索。预计 2025-2027 年公司的 EPS 分别为 -0.12\0.05\0.13 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**云转型不及预期；AI 进展不及预期；行业竞争加剧。

### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 9,153  | 10,500 | 11,500 | 12,500 |
| 营业收入增长率(%) | -6.57% | 14.72% | 9.52%  | 8.70%  |
| 归母净利(百万元)  | -2,061 | -425   | 154    | 435    |

|           |          |        |         |         |
|-----------|----------|--------|---------|---------|
| 净利润增长率(%) | -113.13% | 79.39% | 136.28% | 182.42% |
| 摊薄每股收益(元) | -0.62    | -0.12  | 0.05    | 0.13    |
| 市盈率(PE)   | —        | —      | 342.23  | 121.18  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表 (百万) |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金       | 8,045  | 6,424  | 6,688  | 8,110  | 9,827  |
| 应收和预付款项    | 2,855  | 2,710  | 2,986  | 3,071  | 3,167  |
| 存货         | 552    | 411    | 367    | 276    | 206    |
| 其他流动资产     | 1,471  | 1,487  | 1,630  | 1,855  | 2,080  |
| 流动资产合计     | 12,922 | 11,031 | 11,670 | 13,313 | 15,279 |
| 长期股权投资     | 2,833  | 2,819  | 2,819  | 2,819  | 2,819  |
| 投资性房地产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产       | 2,286  | 2,355  | 2,228  | 2,102  | 1,975  |
| 在建工程       | 333    | 523    | 723    | 1,023  | 1,423  |
| 无形资产开发支出   | 3,872  | 4,311  | 3,721  | 2,570  | 1,420  |
| 长期待摊费用     | 21     | 19     | 19     | 19     | 19     |
| 其他非流动资产    | 16,176 | 14,130 | 14,688 | 16,315 | 18,260 |
| 资产总计       | 25,521 | 24,157 | 24,198 | 24,848 | 25,915 |
| 短期借款       | 3,803  | 4,358  | 4,358  | 4,358  | 4,358  |
| 应付和预收款项    | 1,021  | 1,115  | 1,117  | 1,141  | 1,211  |
| 长期借款       | 1,910  | 1,433  | 1,433  | 1,433  | 1,433  |
| 其他负债       | 6,984  | 7,452  | 7,954  | 8,424  | 8,984  |
| 负债合计       | 13,718 | 14,357 | 14,862 | 15,356 | 15,986 |
| 股本         | 3,419  | 3,417  | 3,417  | 3,417  | 3,417  |
| 资本公积       | 5,290  | 5,433  | 5,433  | 5,433  | 5,433  |
| 留存收益       | 2,198  | 137    | -284   | -130   | 306    |
| 归母公司股东权益   | 10,152 | 8,247  | 7,786  | 7,940  | 8,375  |
| 少数股东权益     | 1,651  | 1,553  | 1,551  | 1,552  | 1,554  |
| 股东权益合计     | 11,803 | 9,799  | 9,337  | 9,492  | 9,929  |
| 负债和股东权益    | 25,521 | 24,157 | 24,198 | 24,848 | 25,915 |

| 现金流量表 (百万) |       |        |       |       |       |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
|            | 2023A | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营性现金流     | -91   | -274   | 1,231 | 1,800 | 2,160 |
| 投资性现金流     | -542  | -1,108 | -797  | -379  | -444  |
| 融资性现金流     | 2,089 | 288    | -174  | 0     | 0     |
| 现金增加额      | 1,459 | -1,096 | 264   | 1,422 | 1,717 |

| 利润表 (百万) |       |        |        |        |        |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入     | 9,796 | 9,153  | 10,500 | 11,500 | 12,500 |
| 营业成本     | 4,826 | 4,802  | 4,800  | 4,900  | 5,200  |
| 营业税金及附加  | 108   | 104    | 105    | 115    | 125    |
| 销售费用     | 2,743 | 2,622  | 2,730  | 2,875  | 3,000  |
| 管理费用     | 1,108 | 1,221  | 1,155  | 1,265  | 1,375  |
| 财务费用     | 68    | 115    | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值损失   | -70   | -282   | -100   | -100   | -100   |
| 投资收益     | 74    | 51     | 53     | 58     | 63     |
| 公允价值变动   | -8    | -50    | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润     | -900  | -2,068 | -428   | 148    | 438    |
| 其他非经营损益  | -10   | -8     | 0      | 9      | 9      |
| 利润总额     | -910  | -2,076 | -428   | 157    | 447    |
| 所得税      | 23    | -6     | -1     | 2      | 9      |
| 净利润      | -933  | -2,070 | -427   | 155    | 438    |
| 少数股东损益   | 34    | -9     | -2     | 1      | 2      |
| 归母股东净利润  | -967  | -2,061 | -425   | 154    | 435    |

| 预测指标          |          |          |        |         |         |
|---------------|----------|----------|--------|---------|---------|
|               | 2023A    | 2024A    | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
| 毛利率           | 50.73%   | 47.54%   | 54.29% | 57.39%  | 58.40%  |
| 销售净利率         | -9.87%   | -22.52%  | -4.05% | 1.34%   | 3.48%   |
| 销售收入增长率       | 5.77%    | -6.57%   | 14.72% | 9.52%   | 8.70%   |
| EBIT 增长率      | -667.76% | -92.44%  | 74.53% | 136.61% | 185.30% |
| 净利润增长率        | -541.28% | -113.13% | 79.39% | 136.28% | 182.42% |
| ROE           | -9.53%   | -25.00%  | -5.46% | 1.94%   | 5.20%   |
| ROA           | -3.80%   | -8.33%   | -1.76% | 0.63%   | 1.72%   |
| ROIC          | -4.97%   | -9.92%   | -2.62% | 0.94%   | 2.59%   |
| EPS (X)       | -0.29    | -0.62    | -0.12  | 0.05    | 0.13    |
| PE (X)        | —        | —        | —      | 342.23  | 121.18  |
| PB (X)        | 5.99     | 4.45     | 6.78   | 6.64    | 6.30    |
| PS (X)        | 6.21     | 4.01     | 5.02   | 4.59    | 4.22    |
| EV/EBITDA (X) | 921.62   | -79.57   | 56.91  | 34.53   | 28.33   |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。