

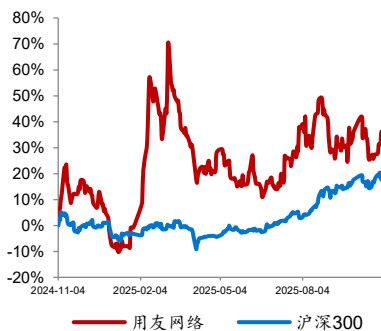
企业端业绩回暖，AI 驱动企业端应用落地

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-4

收盘价（元）	15.71
近 12 个月最高/最低（元）	20.0/9.58
总股本（亿股）	34.17
流通股本（亿股）	34.17
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	536.81
流通市值（亿元）	536.81

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

联系人：刘政

执业证书号：S0010125070006

邮箱：liuzheng@hazq.com

相关报告

1. 2024Q1 营收双位数增长，大型企业客户持续突破。2024-4-27

主要观点：

● 事件：

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 55.85 亿元，yoy-2.7%，归母净利润-13.98 亿元，扣非归母净利润-14.80 亿元；核心产品 BIP 前三季度实现收入 21.5 亿元，yoy+15.8%，其中 Q3 同比增长 31.9%。公司合同签约金额前三季度同比增长 7.8%，其中 AI 相关合同签约金额前三季度超 7.3 亿元，合同签约金额快速增长驱动收入持续增长。

单 Q3：公司实现营业收入 20.03 亿元，yoy+3.7%，Q3 单季度实现大幅度减亏，归母净利润-4.54 亿元（同比减亏 2.08 亿元），扣非归母净利润-4.69 亿元（同比减亏 2.22 亿元）。

● 经营性现金流改善，业务收入结构持续优化，推动订阅业务模式转型

1) 现金流改善：公司前三季度现金收入 57.2 亿元，同比增速回正，yoy+4.7%，Q3 单季同比增长 19.2%，经营性现金流净额同比大幅改善 11.1 亿元，Q3 单季同比改善 5.2 亿元；

2) 收入结构优化：前三季度云服务业务收入 42.98 亿元，收入占比 77.0%，上升 2.3pct，其中 Q3 实现收入 15.35 亿元，yoy+6.5%；

3) 订阅模式转型：订阅业务模式转型效果显著，截至 Q3，订阅相关合同负债 25.4 亿元，相比去年三季度末增长 26.6%，云服务业务 ARR 为 27.8 亿元，相比去年三季度末增长 16.3%，订阅相关收入同比增长 14.0%；截至 Q3，公司服务累计付费客户数达 101.1 万家，新增云服务付费客户数 13.8 万家。

● 发布“用友 BIP 5”，“AI×数据×流程”推动 AI 企业应用端落地

8 月公司发布核心产品新版本“用友 BIP 5”，依托创新构建的数智新架构，通过用友 BIP 的企业 AI、企业数据云、流程服务、数智底座，助力企业重塑业务和管理流程、激活数据价值、一站式落地 AI 应用，实现“AI×数据×流程”原生一体和场景闭环。正式发布 BIP 5.0 Data Agent 智能体产品，实现智能问数、自动归因、模拟预测，并支持多 Agent 协同与主动决策，AI 推动企业软件从传统“工具系统”进化为业务“智能伙伴”。截至 Q3，“用友 BIP 企业 AI”智能产品签约客户超百家，新增签约开滦集团、贵州茅台、中免股份、金隅集团、毛戈平、宁波华翔、爱慕股份、道氏技术、金诃藏药等重要客户。

● 25Q3 大、中、小型企业端客户业务增速回暖

前三季度大型、中型和小微企业客户业务实现收入 50.67 亿元，yoy+0.2%，Q3 单季度实现收入 18.01 亿元，yoy+11.8%。

1) 大型企业：前三季度实现收入 36.17 亿元，yoy+2.4%，Q3 单季度同比增长 13.5%，截至 Q3，公司新增一级央企签约 4 家，累计签约 48 家，累计服务中国 500 强客户 387 家，占比接近 80%，成功签约中国核电工程、中国机械科学研究总院、中国有色矿业集团等央国企及头部公司；

2) 中型企业：前三季度实现收入 7.27 亿元，yoy-14.3%，Q3 单季度收

入增速转正，yoy+6.8%，持续推进订阅优先战略，订阅收入同比增长36.3%，YonSuite 产品线加速 AI 落地，U9 cloud 产品线持续升级 AI 能力，发布 U9 cloud 智能平台丰富 AI 应用场景；

3)小微企业:控股子公司畅捷通前三季度实现收入 7.23 亿元，yoy+7.1%，其中云订阅收入 5.26 亿元，yoy+9.0%，实现归母净利润 4255 万元，较去年同期扭亏为盈，云服务业务前三季度新增付费企业用户数超过 13 万，较去年同期增长 21%。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 97.2/105.1/114.9 亿元，同比增长 6.1%/8.2%/9.4%；归母净利润 -9.1/1.8/6.14 亿元，同比增长 55.9%/120.1%/237.1%，当前市值对应 PS 5.53x/5.11x/4.67x，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 大客户拓展不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 宏观经济风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,153	9,715	10,507	11,493
收入同比 (%)	-6.6%	6.1%	8.2%	9.4%
归属母公司净利润	-2,061	-909	182	614
净利润同比 (%)	-113.1%	55.9%	120.1%	237.1%
毛利率 (%)	47.5%	49.0%	51.8%	52.5%
ROE (%)	-25.0%	-12.5%	2.4%	7.6%
每股收益 (元)	-0.62	-0.27	0.05	0.18
P/E	-17.79	-59.08	294.51	87.37
P/B	4.45	7.36	7.18	6.63
P/S	5.87	5.53	5.11	4.67

资料来源：iFinD，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,031	10,704	13,098	16,016
现金	6,424	5,796	8,071	10,728
应收账款	2,422	2,624	2,897	3,233
其他应收款	246	266	294	328
预付账款	236	259	279	318
存货	411	176	-46	-249
其他流动资产	1,293	1,581	1,604	1,658
非流动资产	13,126	12,536	10,924	9,500
长期投资	2,819	2,819	2,819	2,819
固定资产	2,355	2,233	2,110	1,987
无形资产	4,293	3,050	1,808	565
其他非流动资产	3,659	4,434	4,187	4,130
资产总计	24,157	23,239	24,022	25,516
流动负债	12,365	12,922	14,003	15,361
短期借款	4,358	4,914	5,469	6,025
应付账款	1,103	1,179	1,248	1,390
其他流动负债	6,904	6,829	7,286	7,946
非流动负债	1,992	1,474	993	511
长期借款	1,433	955	477	-1
其他非流动负债	560	519	516	513
负债合计	14,357	14,396	14,996	15,872
少数股东权益	1,553	1,548	1,549	1,552
股本	3,417	3,417	3,417	3,417
资本公积	5,433	5,433	5,433	5,433
留存收益	-603	-1,555	-1,372	-758
归属母公司股东权益	8,247	7,295	7,477	8,092
负债和股东权益	24,157	23,239	24,022	25,516

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-274	967	1,905	2,417
净利润	-2,070	-913	183	618
折旧摊销	1,209	1,453	1,407	1,377
财务费用	146	60	36	12
投资损失	-51	-54	-59	-64
营运资金变动	-56	177	71	208
其他经营现金流	-1,467	-847	379	675
投资活动现金流	-1,108	-1,062	331	179
资本支出	-1,758	-849	-6	-6
长期投资	587	-86	293	135
其他投资现金流	63	-127	44	50
筹资活动现金流	288	-534	38	62
短期借款	555	555	555	555
长期借款	-478	-478	-478	-478
普通股增加	-2	0	0	0
资本公积增加	143	0	0	0
其他筹资现金流	69	-611	-40	-16
现金净增加额	-1,096	-628	2,274	2,658

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,153	9,715	10,507	11,493
营业成本	4,802	4,954	5,064	5,459
营业税金及附加	104	118	130	144
销售费用	2,622	2,351	2,101	2,299
管理费用	1,221	991	893	805
财务费用	115	60	36	12
资产减值损失	-282	-220	-210	-210
公允价值变动收益	-50	-50	-50	-50
投资净收益	51	54	59	64
营业利润	-2,068	-907	191	627
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	19	19	19	19
利润总额	-2,076	-915	184	619
所得税	-6	-2	0	1
净利润	-2,070	-913	183	618
少数股东损益	-9	-5	1	3
归属母公司净利润	-2,061	-909	182	614
EBITDA	-469	599	1,627	2,008
EPS (元)	-0.62	-0.27	0.05	0.18

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-6.6%	6.1%	8.2%	9.4%
营业利润	-129.8%	56.1%	121.1%	227.3%
归属于母公司净利润	-113.1%	55.9%	120.1%	237.1%
获利能力				
毛利率 (%)	47.5%	49.0%	51.8%	52.5%
净利率 (%)	-22.5%	-9.4%	1.7%	5.3%
ROE (%)	-25.0%	-12.5%	2.4%	7.6%
ROIC (%)	-9.9%	-5.5%	1.4%	3.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.4%	61.9%	62.4%	62.2%
净负债比率 (%)	146.5%	162.8%	166.1%	164.6%
流动比率	0.89	0.83	0.94	1.04
速动比率	0.76	0.71	0.83	0.94
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.41	0.44	0.46
应收账款周转率	3.71	3.85	3.81	3.75
应付账款周转率	4.55	4.34	4.17	4.14
每股指标 (元)				
每股收益	-0.62	-0.27	0.05	0.18
每股经营现金流 (摊薄)	-0.08	0.28	0.56	0.71
每股净资产	2.41	2.13	2.19	2.37
估值比率				
P/E	-17.79	-59.08	294.51	87.37
P/B	4.45	7.36	7.18	6.63
P/S	5.87	5.53	5.11	4.67

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。

联系人：刘政，美国约翰霍普金斯大学经济学硕士，主要覆盖 SaaS、AI、软件等领域。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。