

用友网络（600588.SH）

收入稳健增长，核心产品加速扩张

优于大市

核心观点

三季度同比减亏，收入实现正增长。公司 2025 年前三季度实现营业收入 55.84 亿元，同比下降 2.7%，主要受一季度收入下滑较大影响；实现归母净利润为-13.98 亿元，同比增长 3.9%，归母扣非后净亏损为 14.8 亿元，亦实现同比减亏。单 Q3 来看，公司实现收入 20.03 亿元，同比增长 3.7%，延续 Q2 以来的增长趋势；实现归母净利润-4.54 亿元，同比减亏 2.08 亿元。公司积极加强经营管理，人员规模与成本费用得到有效控制。

核心产品增长提速，云业务 ARR 持续提升。2025 年前三季度，公司云服务实现收入 42.98 亿元，占总收入比重提升至 77%，同比上升 2.3 个 pct；其中 Q3 单季实现收入 15.35 亿元，同比增长 6.5%。云服务 ARR 达 27.8 亿元，同比增长 16.3%，云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。前三季度公司核心产品用友 BIP 实现收入 21.5 亿元，同比增长 15.8%，其中 Q3 单季增速达 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。

中型企业收入增速转正，小微企业扭亏为盈。大型企业客户业务 Q3 同比增长 13.5%，前三季度实现收入 36.17 亿元，同比增长 2.4%，其中第三季度同比增长 13.5%，新增一级央企签约 4 家，累计签约达 48 家；中型企业客户业务前三季度实现收入 7.26 亿元，同比下降 14.3%，其中第三季度单季收入增速转正，同比增长 6.8%；畅捷通前三季度实现收入 7.2 亿元，同比增长 7.1%，其中云订阅收入 5.26 亿元，同比增长 9%；实现归母净利润 0.43 亿元，较去年同期扭亏为盈。

政府业务短期承压，海外市场持续拓展。2025 年前三季度，公司政府与其它公共组织实现收入 3.98 亿元，同比下降 29%，主要受政府预算收紧、签约与项目验收周期延长等影响。公司加大海外业务投入，加快海外市场拓展，前三季度海外业务收入同比增长超 40%。

风险提示：行业竞争加剧、AI 落地不及预期、宏观经济波动影响下游需求、关键技术人才流失风险等。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司充分受益于当前下游 AI 需求，随着云服务占比持续提升，核心产品推进顺利，海外市场加速拓展，预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入为 99.63/109.03/121.69 亿元，实现归母净利润-5.54/2.56/10.51 亿元。

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

联系人：侯睿

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn hourui3@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	14.87 元
总市值/流通市值	50811/0 百万元
52 周最高价/最低价	20.00/9.58 元
近 3 个月日均成交额	1380.91 百万元

市场走势



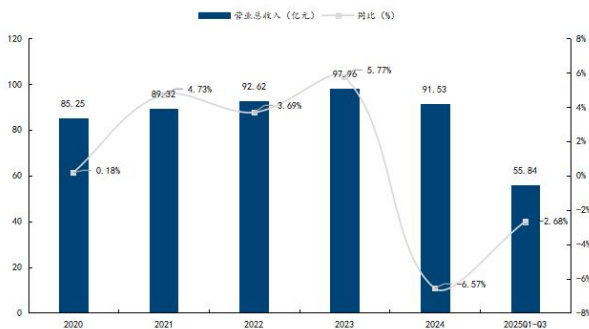
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《用友网络（600588.SH）-核心产品 BIP3 占比提升，AI 产品有望推动业绩复苏》——2025-04-17
《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

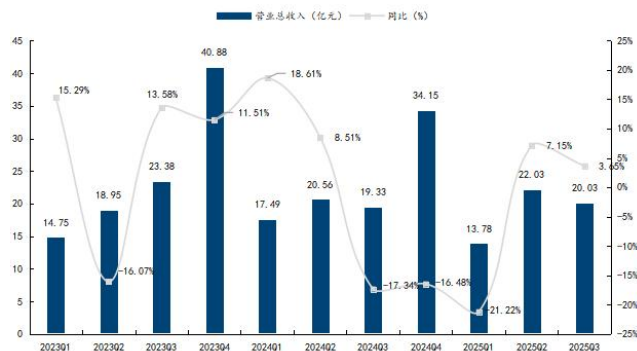
公司 2025 年前三季度实现营业收入 55.84 亿元，同比下降 2.7%，主要受一季度收入下滑较大影响；实现归母净利润为-13.98 亿元，同比增长 3.9%，归母扣非后净亏损为 14.8 亿元，亦实现同比减亏。单 Q3 来看，公司实现收入 20.03 亿元，同比增长 3.7%，延续 Q2 以来的增长趋势；实现归母净利润-4.54 亿元，同比减亏 2.08 亿元。公司积极加强经营管理，人员规模与成本费用得到有效控制。

图1：公司营业收入及增速



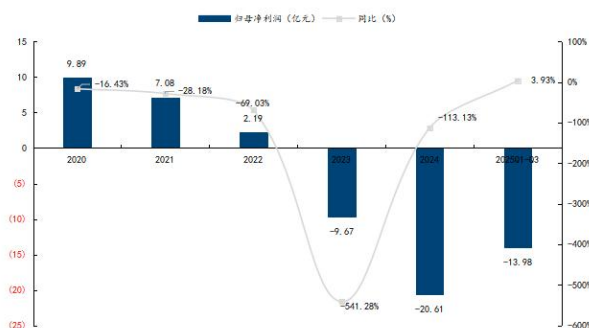
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



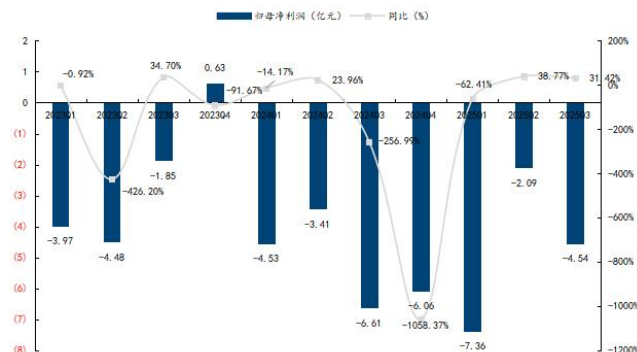
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司充分受益于当前下游 AI 需求，随着云服务占比持续提升，核心产品推进顺利，海外市场加速拓展，预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入为 99.63/109.03/121.69 亿元，实现归母净利润 -5.54/2.56/10.51 亿元。

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

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