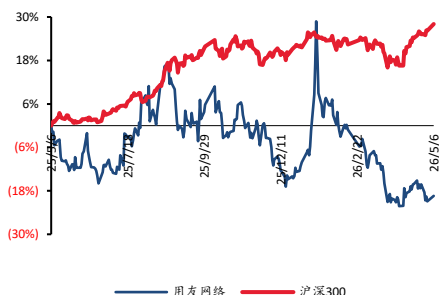


## 经营质量好转，围绕AI重塑产品

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 34.17/34.17  
总市值/流通(亿元) 406.62/406.62  
12个月内最高/最低价(元) 19.01/11.31

### 相关研究报告

<<二季度收入恢复增长, AI产品化收入取得进展>>—2025-09-03  
<<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

### 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 年年报和 2026 年一季报。2025 年, 公司实现营业收入 91.82 亿元, 同比增长 0.32%; 归母净利润-13.89 亿元; 扣非归母净利润-15.97 亿元。

2026 一季度, 公司营业收入 14.59 亿元, 同比增长 5.90%; 归母净利润-7.23 亿元; 扣非归母净利润-7.33 亿元。

**经营质量好转。**2025 年, 公司毛利率为 49.6%, 同比提升 2.1 个百分点。公司经营活动产生的现金流量净额实现净流入 8.12 亿元, 同比大幅改善 10.86 亿元。截至报告期末, 公司合同负债为 34.18 亿元, 较 2024 年年末增长 11.9%, 其中, 订阅相关合同负债为 28.65 亿元, 较 2024 年年末增长 24.2%。云服务业务 ARR 为 29.0 亿元, 同比增长 18.1%。公司云服务累计付费客户数为 106.70 万家, 新增云服务付费客户数 19.45 万家。

**大型客户保持高续费率。**公司大型企业客户业务实现收入 59.89 亿元, 同比增长 2.1%, 核心产品 YonBIP 续费率达 99.2%。一级央企新增签约 10 家, 累计签约 54 家; 累计替换了 160 多家大型企业使用的国际厂商系统; 公司中型企业客户业务实现收入 10.97 亿元, 同比下降 12.3%; 公司控股子公司畅捷通实现公司小微企业客户业务收入 10.02 亿元, 同比增长 14.2%; 公司政府与其它公共组织客户业务实现收入 8.17 亿元, 同比下降 9.9%。

**围绕AI重塑产品。**公司重磅发布核心产品“用友 BIP 5”, 以“AI×数据×流程”原生一体为核心优势。用友 BIP 已发展出涵盖数据、模型、数智平台、智能应用与服务四个层级包括多元产品的“企业 AI 产品矩阵”, 将 AI 技术融入 19 类端到端业务流程、超 2500 个流程场景。

**投资建议:** 公司在 AI 领域具有卡位优势, 看好 AI 应用行业未来的发展。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 99.41 亿元、104.25 亿元、109.33 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示:** 新产品落地不及预期, AI 产业发展不及预期, 市场竞争加剧。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,182	9,940	10,425	10,933
营业收入增长率(%)	0.32%	8.26%	4.87%	4.87%
归母净利(百万元)	-1,389	68	183	309
净利润增长率(%)	32.60%	104.87%	170.16%	68.82%

摊薄每股收益（元）	-0.41	0.02	0.05	0.09
市盈率（PE）	—	600.94	222.44	131.76

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)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,424	3,956	4,443	5,344	6,495
应收和预付款项	2,710	2,652	2,942	2,990	2,863
存货	411	379	392	316	241
其他流动资产	1,487	1,492	1,420	1,483	1,549
流动资产合计	11,031	8,479	9,197	10,133	11,148
长期股权投资	2,819	2,727	2,727	2,727	2,727
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,355	2,706	2,564	2,422	2,280
在建工程	523	182	282	382	482
无形资产开发支出	4,311	4,279	4,352	4,100	3,789
长期待摊费用	19	15	15	15	15
其他非流动资产	14,130	11,722	12,424	13,262	14,219
资产总计	24,157	21,631	22,364	22,908	23,512
短期借款	4,358	3,589	3,589	3,589	3,589
应付和预收款项	1,115	1,289	1,176	1,233	1,294
长期借款	1,433	669	669	669	669
其他负债	7,452	6,837	7,622	7,925	8,158
负债合计	14,357	12,383	13,056	13,416	13,710
股本	3,417	3,417	3,417	3,417	3,417
资本公积	5,433	5,861	5,861	5,861	5,861
留存收益	137	-1,252	-1,189	-1,006	-697
归母公司股东权益	8,247	7,599	7,659	7,842	8,150
少数股东权益	1,553	1,649	1,650	1,651	1,652
股东权益合计	9,799	9,248	9,308	9,492	9,802
负债和股东权益	24,157	21,631	22,364	22,908	23,512

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	-274	812	1,615	2,105	2,337
投资性现金流	-1,108	-1,347	-1,547	-1,204	-1,186
融资性现金流	288	-2,003	424	0	0
现金增加额	-1,096	-2,536	487	901	1,151

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,153	9,182	9,940	10,425	10,933
营业成本	4,802	4,626	5,058	5,305	5,563
营业税金及附加	104	105	99	104	109
销售费用	2,622	2,443	2,187	2,293	2,405
管理费用	1,221	1,075	994	938	875
财务费用	115	142	0	0	0
资产减值损失	-282	-201	-100	-100	-100
投资收益	51	50	50	52	55
公允价值变动	-50	168	0	0	0
营业利润	-2,068	-1,358	60	177	304
其他非经营损益	-8	-11	9	9	9
利润总额	-2,076	-1,369	69	186	313
所得税	-6	-18	1	2	3
净利润	-2,070	-1,351	68	184	310
少数股东损益	-9	38	0	1	2
归母股东净利润	-2,061	-1,389	68	183	309

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	47.54%	49.62%	49.11%	49.11%	49.11%
销售净利率	-22.52%	-15.13%	0.68%	1.75%	2.82%
销售收入增长率	-6.57%	0.32%	8.26%	4.87%	4.87%
EBIT 增长率	-92.44%	26.48%	105.57%	170.16%	68.82%
净利润增长率	-113.13%	32.60%	104.87%	170.16%	68.82%
ROE	-25.00%	-18.28%	0.88%	2.33%	3.79%
ROA	-8.33%	-5.90%	0.31%	0.81%	1.34%
ROIC	-9.92%	-8.66%	0.47%	1.25%	2.06%
EPS (X)	-0.60	-0.41	0.02	0.05	0.09
PE (X)	—	—	600.94	222.44	131.76
PB (X)	4.93	5.35	5.31	5.19	4.99
PS (X)	4.44	4.43	4.09	3.90	3.72
EV/EBITDA (X)	-79.57	243.20	24.88	22.00	19.95

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面许可任何机构和任何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。