# 用友网络（600588）

公司研究/点评报告

# 云业务继续高速增长，Saas 龙头地位稳固

## —用友网络 2020Q3 三季报点评

点评报告/计算机　　2020 年 11 月 02 日

## 一、事件概述

公司于 2020 年 10 月 30 日公布三季度报告，2020 年前三季度实现营收 46.19 亿元，同比下滑 7.8%%；实现归母净利润-1560 万元，同比下滑-103.5%；实现扣非后归母净利润-5575.6 万元，同比下滑-132.1%。其中 Q3 单季营收 16.69 亿元，同比下滑 1.6%，单季度归母净利润-4120 万元，同比下滑 16.32%。

## 二、分析与判断

### ➢ 云业务继续保持高速增长，云收入占比达到 47.5%

**营收增速进一步回暖，三季度云业务同比大增 102.6%。**前三季度公司营业收入 46.19 亿元，同比下滑 7.8%，较中报降幅收窄 3.17pct。公司经营情况进一步恢复主要得益于云业务的加速增长，前三季度云业务（不含金融云）营收 13.81 亿元，同比提升 76.4%，其中 Q3 单季云业务实现收入 6.3 亿元，同比增速进一步提升至 102.6%。云服务营收占公司整体营收比例提升至 47.5%，业务转云进展顺利。

### ➢ 聚焦大客户需求，客单价与续费率皆有所提升

**公司大中型客户云业务占比 89%，客单价与稳步提升续费率超 50%。**用友聚焦大中型用户的需求，精准把握大客户的转云进程下的国产化机遇，前三季度云业务中大中企业收入为 12.29 亿元，占比超过 89%，大客户客单价稳步提升至 8.48 万元，云服务续约率提升至 61.05%。

### ➢ 财务指标向好，合同负债维持高位费用投入放缓

公司 Q3 合同负债达到 22.75 亿元，同比提升 75.4%，环比继续提升 1.2pct，显示公司云业务高速发展。从费用端看，公司销售费用、管理费用、研发费用同比分别下降 3.9%、15.8%、15.4%，考虑到应对疫情的背景下公司费用管理效果优异。考虑到四季度一般是公司兑现收入的时间期，我们认为从收入与成本端都能够看到公司的积极变化。

## 三、投资建议

预计 2020-2022 年公司营收 97.65/115.03/138.02 亿元，实现归母净利润分别为 10.97/13.08/16.61 亿元。公司是我国 ERP 领军企业，业务转云进展顺利，目前以 PS 估值方法较为合适，参考国外云业务龙头的 PS 值基本在 15-20 区间，公司当前 PS17 倍，估值较为合理。维持“推荐”评级。

## 四、风险提示

云服务增长不及预期；疫情持续导致企业订单需求不及预期

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 8,510 | 9,765 | 11,503 | 13,802 |
| 增长率（%） | 10.5% | 14.8% | 17.8% | 20.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 1,183 | 1,097 | 1,308 | 1,661 |
| 增长率（%） | 93.3% | -7.2% | 19.2% | 27.0% |
| 每股收益（元） | 0.48 | 0.34 | 0.40 | 0.51 |
| PE（现价） | 89.9 | 128.6 | 107.9 | 85.0 |
| PB | 15.1 | 15.6 | 13.6 | 11.8 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**　维持评级

**当前价格：　43.15 元**

| 交易数据 | 2020-10-30 |
|---|---|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 54.85/27.28 |
| 总股本（百万股） | 3,270 |
| 流通股本（百万股） | 3,250 |
| 流通股比例（%） | 99.39 |
| 总市值（亿元） | 1,411 |
| 流通市值（亿元） | 1,411 |

**该股与沪深 300 走势比较**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**分析师：强超廷**

执业证号：　S0100519020001

电话：　021-60876718

邮箱：　qiangchaoting@mszq.com

**分析师：郭新宇**

执业证号：　S0100518120001

电话：　01085127654

邮箱：　guoxinyu@mszq.com

**相关研究**

1.【民生计算机】用友网络（600588）非公开发行预案点评：募资助力技术进步，受益云化+国产化机遇

2.【民生计算机】用友网络（600588）19 年年报点评：云服务翻倍增长，3.0 战略效果持续

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **8,510** | **9,765** | **11,503** | **13,802** |
| 营业成本 | 2,942 | 3,403 | 4,185 | 5,201 |
| 营业税金及附加 | 113 | 127 | 150 | 179 |
| 销售费用 | 1,634 | 1,953 | 2,186 | 2,484 |
| 管理费用 | 1,389 | 1,562 | 1,783 | 2,001 |
| 研发费用 | 1,630 | 1,953 | 2,301 | 2,760 |
| EBIT | 802 | 767 | 900 | 1,175 |
| 财务费用 | 118 | 114 | 94 | 77 |
| 资产减值损失 | (36) | 150 | 172 | 194 |
| 投资收益 | 287 | 316 | 348 | 382 |
| **营业利润** | **1,405** | **1,306** | **1,557** | **1,977** |
| 营业外收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **1,404** | **1,306** | **1,557** | **1,977** |
| 所得税 | 83 | 78 | 93 | 119 |
| 净利润 | 1,321 | 1,228 | 1,464 | 1,858 |
| **归属于母公司净利润** | **1,183** | **1,097** | **1,308** | **1,661** |
| **EBITDA** | **1,136** | **1,073** | **1,208** | **1,487** |

| 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 7147 | 8990 | 10553 | 12668 |
| 应收账款及票据 | 1368 | 1904 | 2514 | 3207 |
| 预付款项 | 90 | 102 | 126 | 156 |
| 存货 | 23 | 34 | 36 | 51 |
| 其他流动资产 | 863 | 863 | 863 | 863 |
| **流动资产合计** | **10168** | **12634** | **14943** | **17915** |
| 长期股权投资 | 1782 | 2098 | 2445 | 2828 |
| 固定资产 | 2510 | 2530 | 2545 | 2555 |
| 无形资产 | 870 | 808 | 772 | 767 |
| **非流动资产合计** | **7370** | **7562** | **7782** | **8038** |
| **资产合计** | **17538** | **20196** | **22724** | **25954** |
| 短期借款 | 4236 | 4236 | 4236 | 4236 |
| 应付账款及票据 | 597 | 726 | 901 | 1122 |
| 其他流动负债 | 124 | 124 | 124 | 124 |
| **流动负债合计** | **9112** | **9776** | **10841** | **12211** |
| 长期借款 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 其他长期负债 | 87 | 87 | 87 | 87 |
| **非流动负债合计** | **132** | **132** | **132** | **132** |
| **负债合计** | **9244** | **9907** | **10972** | **12343** |
| 股本 | 2504 | 3270 | 3270 | 3270 |
| 少数股东权益 | 1122 | 1252 | 1408 | 1606 |
| **股东权益合计** | **8294** | **10288** | **11752** | **13610** |
| **负债和股东权益合计** | **17538** | **20196** | **22724** | **25954** |

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 10.5% | 14.8% | 17.8% | 20.0% |
| EBIT 增长率 | -7.2% | -4.4% | 17.4% | 30.6% |
| 净利润增长率 | 93.3% | -7.2% | 19.2% | 27.0% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 65.4% | 65.2% | 63.6% | 62.3% |
| 净利润率 | 13.9% | 11.2% | 11.4% | 12.0% |
| 总资产收益率 ROA | 6.7% | 5.4% | 5.8% | 6.4% |
| 净资产收益率 ROE | 16.5% | 12.1% | 12.6% | 13.8% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 现金比率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 资产负债率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| **经营效率** | | | | |
| 应收账款周转天数 | 55.5 | 56.0 | 66.0 | 72.0 |
| 存货周转天数 | 2.7 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| 每股净资产 | 2.9 | 2.8 | 3.2 | 3.7 |
| 每股经营现金流 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |
| 每股股利 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 89.9 | 128.6 | 107.9 | 85.0 |
| PB | 15.1 | 15.6 | 13.6 | 11.8 |
| EV/EBITDA | 50.0 | 45.1 | 38.5 | 31.3 |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1,321 | 1,228 | 1,464 | 1,858 |
| 折旧和摊销 | 370 | 457 | 479 | 506 |
| 营运资金变动 | 113 | (103) | 147 | 319 |
| **经营活动现金流** | **1,397** | **1,458** | **1,936** | **2,493** |
| 资本开支 | 296 | 182 | 180 | 186 |
| 投资 | (170) | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(183)** | **(182)** | **(180)** | **(186)** |
| 股权募资 | 167 | 766 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 909 | (7) | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | **(155)** | **567** | **(193)** | **(193)** |
| **现金净流量** | **1,059** | **1,843** | **1,563** | **2,115** |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**强超廷，民生证券研究院教育&计算机行业首席，**2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职与海通证券研究所，传媒团队。**2017年新财富最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员；**2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员。

**郭新宇**，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
| --- | --- | --- |
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上 |
| **行业评级标准** | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上 |

**民生证券研究院：**

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。