Q3 云业务提速，云优先战略持续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-11-02
收盘价（元）	43.15
近 12 个月最高/最低（元）	54.35/20.88
总股本（百万股）	3270.20
流通股本（百万股）	3250.26
流通股比例（%）	99.39
总市值（亿元）	1411.09
流通市值（亿元）	1402.49

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技
执业证书号：S0010520020001
邮箱：yinyj@hazq.com

研究助理：夏瀛韬
执业证书号：S0010120050024
邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_计算机行业_深度报告_用友网络：企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来》2020-08-25

2.《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：云业务持续增长，YonBIP 战略发布》2020-08-31

主要观点：

事件概述

10 月 30 日，用友网络发布三季报，前三季度实现营业收入 46.19 亿元，同比下降 7.78%，Q3 单季度实现营业收入 16.69 亿元，同比下降 1.60%。前三季度实现归母净利润-0.16 亿元，出现小幅的亏损。云业务来看，前三季度实现收入 13.81 亿元，同比增长 76.4%，Q3 单季度实现收入 6.31 亿元，同比增长 102.6%，收入占比达到 30%，增速略超预期。

Q3 云业务加速发展，云产品拓展成果丰硕

公司 Q3 云业务持续加速发展，在 Q2 疫情反复、上半年云收入仅增长 59%的情况下，Q3 云业务积极抢抓市场机遇、落实追赶项目进度，实现了爆发式的增长，增速略超预期，为全年实现增长目标奠定了良好的基础。

从收入增速来看，云业务前三季度实现收入 13.81 亿元，同比增长 76.4%，Q3 单季度实现收入 6.31 亿元，同比增长 102.6%。其中，前三季度大中型企业实现云业务收入 12.29 亿元，同比增长 71.7%，小微企业实现云业务收入 1.52 亿元，同比增长 125.8%。公司云业务的快速增长，一方面得益于企业数字化转型的内生需求，另一方面也得益于公司加大云业务的推广力度，全面向云转型的决心。从大中企业和小微企业的收入增速来看，公司云产品在不同客户群中均实现了良好的拓展。

从合同订单来看，公司前三季度签约金额在百万元以上的云服务合同总数同比增长 122.15%，合同总金额同比增长 133.11%。我们认为，百万元以上的云合同实现翻倍以上的增长，一定程度上体现出公司抢抓大型、超大型客户数字化转型、国产化替代的战略机遇，实现了业务上的突破。

从客户数量来看，公司云服务累积客户数为 627.32 万家，Q3 单季度环比新增客户 30.06 万家，同比 19Q3 新增客户 105 万家，增长 20%。公司在如此大的客户体量下，仍能实现同比 20%的客户增长，体现出公司强大的获客能力和产品竞争力。付费客户来看，公司累计付费客户 58.10 万家，Q3 单季度环比新增付费客户 1.39 万家，同比 19Q3 增长 24.04%。

从重点产品的进展来看：1）大型企业市场，公司发布了用友创新平台 YonBIP，聚焦四大中台八大领域，使能客户的商业创新。同时推出了低代码开发平台 YonBuilder、连接平台 YonLinker、AIoT 智能物联网平台、智多星 AI 企业大脑等产品；发版了 NC Cloud 云原生、多云融合的全新版本。成功签约了国家电网、中国海油、国家电投、中国通用技术集团、贵州茅台和大疆创新等一批大型综合性集团企业。**2）中型企业市场**，公司发布了 YonSuite202009 版，YonSuite 在 7 月底签约突破百单，成功签约了中国银行、中国联通、东风汽车零部件集团等一批重要客户或其海内外分支机构。

3）小微企业市场，公司联合全国合作伙伴开展超过 2,000 场次在线营销活动，并启动了畅捷通“千场直播扶持计划”，帮助终端用户开展在线营销。

从生态建设来看，用友云市场应用商城入驻伙伴超过 7500 家、入驻产品及服务超过 11000 个，成为国内领先的线上、线下一体化云生态服务平台，已上市 80 余款云生态融合型产品，云生态融合产品业绩取得快速增长。

发布战略级产品 YonBIP，云优先战略加速落地

公司发布战略级产品 YonBIP，助力构建产业生态。8 月 6 日，在用友 2020 年商业创新大会上，用友隆重发布战略级新产品——YonBIP，我们认为这标志着用友战略 3.0-II 阶段的正式开启，也将助力用友迈向社会级平台服务商的新征程。YonBIP 具备技术中台、数据中台、智能中台和业务中台，全面支撑财务云、人力云、协同云、营销云、采购云、制造云、供应链云、金融云等八大领域云。同时，YonBIP 底层的低代码开发平台 YonBuilder 和集成连接平台 APILink 能够对接企业和行业 ISV，帮助用友携手合作伙伴共同服务企业客户，构筑产业生态。

依托 YonBIP，积极把握企业云化和国产化浪潮，云优先战略加速落地。当前用友面临企业云化和国产化的巨大机遇，一方面技术、政策、内生需求驱动企业上云转型，另一方面信创有望从底层的服务器操作系统向上层的应用软件延伸，Oracle 在云时代的投入放缓给予了用友国产替代的空间。公司有望依托商业创新平台 YonBIP，积极把握大型、巨型企业上云转型和国产化的浪潮，实现新三十年的新成长。因此，我们认为公司将在未来的 3-5 年持续进行云业务的投入、践行云优先发展战略，最终成长为国内企业级云服务的巨头。

云优先战略拖累利润增长，高投入助力公司长期发展

公司前三季度实现归母净利润-0.16 亿元，出现一定程度的亏损，我们认为主要是几方面的因素影响：**1）毛利率结构性下滑：**公司前三季度毛利率 54.51%，同比下降 7.39pct，一方面在公司云优先的战略推动下，高毛利的软件业务前三季度收入同比下滑 26.60%，另一方面低毛利的支付业务仍实现了 54%的增长，导致毛利率出现结构性的下滑。**2）投资收益减少：**公司去年上半年处置随锐科技实现投资收益 1.70 亿元，今年前三季度投资收益仅有 2400 万元，同比减少 2.29 亿元。**3）人员投入持续加大：**公司在云优先战略的驱动下，前三季度人员同比增加 596 人，当前员工总数达到 17852 人，进一步加大了研发关键人才、数字化咨询高端人才和高素质应届生的引进。我们认为公司未来仍将持续投入云业务的产品研发和市场拓展，相应人员的大力投入也将影响利润表现。**长期来看**，我们认为短期的高投入有助于公司云优先战略的推进，为公司打开更大的发展空间。

投资建议

公司云优先战略持续落地，Q3 云收入重回快速增长，我们看好公司向企业级云服务商和商业创新平台提供商转型的发展前景。预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 87.4/106.4/143.0 亿元，同比增长 2.7%/21.8%/34.4%。预计实现归母净利润 6.6/7.8/14.9 亿元，同比增长-43.9%/17.1%/91.1%。公司“软件+云”业务的收入有望继续保持增长，且伴随云业务占比提升，增速有望加快。我们预估公司 2022 年实现“软件+云”收入 124 亿元，给予 15 倍 PS，公司合理估值有望达到 1860 亿元，维持“买入”评级。

重要财务指标 单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,510	8,738	10,639	14,302
收入同比(%)	10.5%	2.7%	21.8%	34.4%
归属母公司净利润	1,183	664	778	1,486
净利润同比(%)	93.3%	-43.9%	17.1%	91.1%
毛利率(%)	65.4%	63.6%	63.8%	65.2%
ROE(%)	17.2%	9.2%	10.5%	18.3%
每股收益(元)	0.47	0.20	0.24	0.46
P/E	60.11	211.16	180.26	94.33
P/B	9.91	19.50	18.43	16.17
EV/EBITDA	40.58	132.51	116.69	68.99

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

1）国内外疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；

2）信创产业推进速度不及预期；

3）企业上云政策力度放缓，上云积极性不及预期；

4）中美贸易摩擦加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,168**	**9,256**	**12,028**	**16,475**
现金	7,147	6,459	8,690	12,688
应收账款	1,368	1,104	1,322	1,155
其他应收款	456	469	570	767
预付账款	90	93	113	152
存货	23	25	33	43
其他流动资产	1,084	1,132	1,333	1,713
非流动资产	**7,370**	**8,367**	**8,229**	**8,399**
长期投资	1,782	1,782	1,782	1,782
固定资产	2,510	2,355	2,211	2,075
无形资产	870	1,063	1,285	1,540
其他非流动资产	2,208	3,168	2,951	3,002
资产总计	**17,538**	**17,623**	**20,257**	**24,874**
流动负债	**9,112**	**9,147**	**11,275**	**14,657**
短期借款	4,326	4,227	5,147	6,919
应付账款	597	455	713	660
其他流动负债	4,190	4,464	5,414	7,078
非流动负债	**132**	**87**	**87**	**87**
长期借款	45	0	0	0
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**9,244**	**9,234**	**11,361**	**14,743**
少数股东权益	1,122	1,199	1,290	1,464
股本	2,504	3,249	3,249	3,249
资本公积	1,762	1,766	1,868	2,129
留存收益	2,907	2,175	2,488	3,289
归属母公司股东权益	7,173	7,190	7,606	8,667
负债和股东权益	**17,538**	**17,623**	**20,257**	**24,874**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1,533**	**1,177**	**1,956**	**2,963**
净利润	1,321	741	869	1,660
折旧摊销	274	216	224	234
财务费用	118	85	90	102
投资损失	(287)	(133)	(159)	(183)
营运资金变动	(338)	266	932	1,150
其他经营现金流	446	0	0	0
投资活动现金流	(183)	(991)	(192)	(210)
资本支出	(215)	(315)	(351)	(393)
长期投资	664	(676)	159	183
其他投资现金流	(632)	0	0	0
筹资活动现金流	(155)	(874)	467	1,245
短期借款	1,012	(98)	920	1,772
长期借款	(127)	(45)	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	(1,040)	(731)	(453)	(527)
现金净增加额	1,195	(689)	2,231	3,998

利润表 单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,510**	**8,738**	**10,639**	**14,302**
营业成本	2,942	3,184	3,856	4,981
营业税金及附加	113	116	141	189
销售费用	1,634	1,805	2,206	2,878
管理费用	3,019	3,095	3,789	4,876
财务费用	118	85	90	102
资产减值损失	172	141	169	149
公允价值变动收益	235	0	0	0
投资净收益	287	133	159	183
营业利润	**1,405**	**788**	**923**	**1,764**
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	**1,404**	**788**	**923**	**1,764**
所得税	83	46	54	104
净利润	**1,321**	**741**	**869**	**1,660**
少数股东损益	138	78	91	174
归属母公司净利润	**1,183**	**664**	**778**	**1,486**
EBITDA	1,860	1,089	1,238	2,100
EPS（元）	0.47	0.20	0.24	0.46

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	10.46%	2.69%	21.75%	34.43%
营业利润	48.93%	-43.91%	17.14%	91.10%
归属于母公司净利润	93.26%	-43.88%	17.14%	91.10%
获利能力				
毛利率(%)	65.42%	63.56%	63.76%	65.17%
净利率(%)	13.90%	7.60%	7.31%	10.39%
ROE(%)	17.22%	9.24%	10.51%	18.27%
ROIC(%)	10.64%	6.86%	8.07%	13.56%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.71%	52.39%	56.09%	59.27%
净负债比率(%)	-33.48%	-26.59%	-39.83%	-56.94%
流动比率	1.12	1.01	1.07	1.12
速动比率	1.11	1.01	1.06	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.50	0.56	0.63
应收账款周转率	5.92	7.07	8.77	11.55
应付账款周转率	5.59	6.05	6.60	7.26
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.20	0.24	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.36	0.60	0.91
每股净资产(最新摊薄)	2.86	2.21	2.34	2.67
估值比率				
P/E	60.1	211.2	180.3	94.3
P/B	9.9	19.5	18.4	16.2
EV/EBITDA	40.58	132.51	116.69	68.99

资料来源：WIND，华安证券研究所

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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 15%；

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。