创新技术与企业服务研究中心

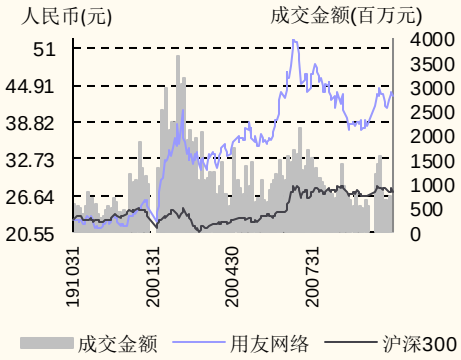
用友网络 (600588.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：43.15 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	32.70
已上市流通 A 股(亿股)	32.50
总市值(亿元)	1,411.09
年内股价最高最低(元)	52.65/21.24
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



Q3 加速恢复，云业务订单亮眼

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	9,859	11,484	14,168
营业收入增长率	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,186	1,378	1,776
归母净利润增长率	57.33%	93.26%	0.25%	16.17%	28.90%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.47	0.37	0.42	0.55
每股经营性现金流净额	1.07	0.53	0.51	0.85	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	16.49%	14.17%	13.99%	15.15%
P/E	67	60	118	102	79

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

10 月 30 日，用友网络发布三季度报告，前三季度实现营收 46.19 亿元，同比下降 7.8%，实现归母净利润-1559.95 万元，同比下滑-103.5%。其中，Q3 单季度营收 16.69 亿元，同比下降 1.6%。

评论

- **业绩受疫情影响短期承压，但单三季度正在加快恢复。**前三季度实现营收 46.19 亿元，同比下降 7.8%，实现归母净利润-1559.95 万元，同比下滑-103.5%。主要是由于受到新冠疫情影响，上半年公司大中型客户订单采购延后，小微企业客户经营困难，减缓订单，部分项目现场实施落地困难。但在国内疫情得到控制的背景下，单三季度情况有所改善，公司合同订单恢复较快，单季度收入降幅收窄，实现环比大幅回升，经营情况正在加速恢复，逐步消除疫情影响。此外，公司负债总额和资产负债率环比下降 14.74 亿元和 4.6%，公司资产负债结构进一步得到优化。
- **深化云转型战略，云服务业务持续加速拓展。**公司云服务业务实现营收 13.81 亿元，同比增长 76.4%，相较 H1 的增速环比增长 17%，持续高速增长态势，表现亮眼。同时，公司云服务业务经营质量提高，签约额百万以上的云服务业务订单同比增加 122.2%，累计企业客户数达 627.32 万家，Q3 单季度新增 30.06 万家，同比增长 20%，客单价稳步提高，续约率稳定保持在行业较高水平。此外，公司加大研发投入，有效提升公司云服务产品的技术竞争力，迎合国产替代及企业上云的政策风口，加速推进大型企业、成长型企业以及小微企业客户上云、数智化转型及国产化升级。预计全年云业务收入增速将超 70%，云收入占比有望达 40%。

投资建议

- 预计 20-22 年营收分别为 98.59 、114.84、141.68 亿元，归母净利润分别为 11.86、13.78、17.76 亿元。分部估值给予公司 22 年目标市值 2034.89 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 企业上云政策落地不及预期；市场竞争加剧；高端 ERP 市场国产化进程低于预期。

翟炜 分析师 SAC 执业编号：S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,344**	**7,703**	**8,510**	**9,859**	**11,484**	**14,168**
增长率		21.4%	10.5%	15.9%	16.5%	23.4%
主营业务成本	-1,812	-2,315	-2,942	-3,679	-4,208	-5,245
%销售收入	28.6%	30.0%	34.6%	37.3%	36.6%	37.0%
毛利	4,531	5,389	5,567	6,180	7,276	8,924
%销售收入	71.4%	70.0%	65.4%	62.7%	63.4%	63.0%
营业税金及附加	-95	-110	-113	-136	-162	-193
%销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-1,417	-1,649	-1,634	-1,804	-2,090	-2,494
%销售收入	22.3%	21.4%	19.2%	18.3%	18.2%	17.6%
管理费用	-2,334	-1,465	-1,389	-1,558	-1,757	-2,069
%销售收入	36.8%	19.0%	16.3%	15.8%	15.3%	14.6%
研发费用	0	-1,301	-1,630	-1,932	-2,354	-2,876
%销售收入	0.0%	16.9%	19.2%	19.6%	20.5%	20.3%
息税前利润（EBIT）	685	864	802	750	913	1,293
%销售收入	10.8%	11.2%	9.4%	7.6%	7.9%	9.1%
财务费用	-169	-110	-118	-122	-120	-112
%销售收入	2.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-299	-294	36	-1	9	22
公允价值变动收益	0	0	235	0	0	0
投资收益	72	101	287	300	320	350
%税前利润	10.4%	10.6%	20.5%	22.8%	21.1%	18.1%
营业利润	676	943	1,405	1,310	1,508	1,930
营业利润率	10.7%	12.2%	16.5%	13.3%	13.1%	13.6%
营业外收支	10	7	-1	3	5	8
税前利润	686	950	1,404	1,313	1,513	1,938
利润率	10.8%	12.3%	16.5%	13.3%	13.2%	13.7%
所得税	-126	-140	-83	-72	-76	-97
所得税率	18.3%	14.7%	5.9%	5.5%	5.0%	5.0%
净利润	560	810	1,321	1,241	1,438	1,841
少数股东损益	171	198	138	55	60	65
归属于母公司的净利润	**389**	**612**	**1,183**	**1,186**	**1,378**	**1,776**
净利率	6.1%	7.9%	13.9%	12.0%	12.0%	12.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	560	810	1,321	1,241	1,438	1,841
少数股东损益	171	198	138	55	60	65
非现金支出	512	541	298	230	240	248
非经营收益	148	5	-408	-129	-140	-178
营运资金变动	210	686	113	-59	590	832
经营活动现金净流	**1,430**	**2,043**	**1,325**	**1,283**	**2,127**	**2,743**
资本开支	-449	-483	-296	-299	-287	-315
投资	-2,397	486	-170	-50	-60	-60
其他	105	149	283	300	320	350
投资活动现金净流	**-2,740**	**152**	**-183**	**-49**	**-27**	**-25**
股权募资	176	232	167	10	100	100
债权募资	1,219	-462	909	-1,039	-1,473	97
其他	-830	-531	-1,237	-191	-195	-192
筹资活动现金净流	**566**	**-760**	**-162**	**-1,220**	**-1,568**	**5**
现金净流量	**-744**	**1,434**	**980**	**14**	**532**	**2,722**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,022	5,531	7,147	7,162	7,694	10,416
应收款项	1,860	1,899	1,824	2,118	2,337	2,751
存货	32	22	23	26	26	30
其他流动资产	1,366	889	1,174	1,163	1,176	1,188
流动资产	7,279	8,340	10,168	10,470	11,233	14,385
%总资产	51.9%	54.8%	58.0%	58.2%	59.6%	65.0%
长期投资	2,406	2,380	2,877	2,927	2,987	3,047
固定资产	2,420	2,519	2,510	2,522	2,529	2,531
%总资产	17.2%	16.6%	14.3%	14.0%	13.4%	11.4%
无形资产	1,838	1,868	1,779	1,830	1,866	1,918
非流动资产	6,755	6,881	7,370	7,508	7,622	7,746
%总资产	48.1%	45.2%	42.0%	41.8%	40.4%	35.0%
资产总计	**14,034**	**15,221**	**17,538**	**17,978**	**18,855**	**22,131**
短期借款	3,641	3,314	4,326	3,250	1,762	1,842
应付款项	1,953	2,376	3,198	3,188	3,762	4,586
其他流动负债	1,331	1,658	1,589	1,827	2,065	2,480
流动负债	6,925	7,348	9,112	8,265	7,589	8,907
长期贷款	305	172	45	55	67	80
其他长期负债	63	49	87	113	117	120
负债	**7,293**	**7,569**	**9,244**	**8,433**	**7,773**	**9,107**
普通股股东权益	**5,849**	**6,571**	**7,173**	**8,368**	**9,846**	**11,722**
其中：股本	1,464	1,918	2,504	2,504	2,504	2,504
未分配利润	1,495	1,786	2,395	3,580	4,958	6,734
少数股东权益	892	1,081	1,122	1,177	1,237	1,302
负债股东权益合计	**14,034**	**15,221**	**17,538**	**17,978**	**18,855**	**22,131**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.266	0.319	0.472	0.365	0.424	0.547
每股净资产	3.995	3.430	2.865	2.576	3.031	3.608
每股经营现金净流	0.977	1.066	0.529	0.512	0.850	1.095
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.65%	9.32%	16.49%	14.17%	13.99%	15.15%
总资产收益率	2.77%	4.02%	6.75%	6.60%	7.31%	8.02%
投入资本收益率	5.22%	6.60%	5.95%	5.51%	6.71%	8.21%
增长率						
主营业务收入增长率	24.06%	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
EBIT增长率	636.84%	26.13%	-7.18%	-6.50%	21.75%	41.59%
净利润增长率	97.11%	57.33%	93.26%	0.25%	16.17%	28.90%
总资产增长率	15.46%	8.46%	15.23%	2.51%	4.88%	17.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.3	68.3	56.3	50.0	46.0	43.0
存货周转天数	6.7	4.2	2.8	2.5	2.2	2.0
应付账款周转天数	89.5	71.6	65.3	65.0	63.5	66.0
固定资产周转天数	120.7	98.2	107.6	91.9	77.8	62.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.13%	-26.73%	-36.15%	-42.72%	-54.92%	-66.92%
EBIT利息保障倍数	4.1	7.9	6.8	6.1	7.6	11.5
资产负债率	51.97%	49.73%	52.71%	46.91%	41.22%	41.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-02	买入	22.83	31.54～31.54
2	2019-08-19	买入	31.20	N/A
3	2019-10-31	买入	29.50	N/A
4	2020-03-30	买入	42.00	49.12～49.12
5	2020-09-02	买入	42.31	49.69～49.69
6	2020-10-23	买入	41.43	62.23～62.23

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH