2020 年 08 月 31 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
用友网络（600588）计算机

持有 （维持）
当前价：41.91 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩短期承压，云业务持续高歌猛进

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入 29.5 亿元，同比下降 10.9%；归母净利润为 0.26 亿元，同比下降 94.7%。
- **疫情影响下业绩短期承压，期间费用同比下降明显。**2020H1：1）收入端：受疫情影响，部分大中型企业客户采购延后，一些小微企业客户谨慎、减缓采购带来收入下滑，营收同比下降 10.9%。分业务来看，公司云服务业务继续保持高速增长，实现收入 7.5 亿元，同比增长 59.1%；软件业务受新冠肺炎疫情阶段性影响，出现较大幅度下滑，实现收入 15.9 亿元，同比下降 29.4%；互联网投融资信息服务业务在坚持科技金融、稳健发展的方针指引下，控制了展业力度，实现收入 1.5 亿元，同比下降 58.2%。2）利润端：公司归母净利润同比下降 94.7%；毛利率为 53.7%，同比下降 12.3pp，主要由于金融板块成本增长所致；净利率为 0.7%，同比下降 16.2pp，主要因为公司增加了部分新产品研发人员，并对部分优秀的员工适度涨薪，且投资收益同比减少。3）费用方面：公司销售费用率为 17.8%，同比小幅上升；管理费用率为 15%，研发费用率为 21.2%，同比均有所下降。
- **克服疫情影响，云业务持续高歌猛进。**2020 年 H1：1）大型客户领域：公司发布了低代码开发平台 YonBuilder、NC Cloud2020.05，签约了中国南方航空、鞍钢集团、雪花啤酒等一批大型综合性集团企业，积极推进了国产化替代项目，助力企业数智化转型与建设。2）中型客户领域：面对中型企业的云服务包 YonSuite 发布了 V202005 版本、U8+V16.0 版本，签约中国医药、江苏中孚达科技、香港北大荒经贸等客户。3）小微客户领域：发布票财税一体化的畅捷通好会计旗舰版，强化智能云财税功能；推出好生意旺铺版等云服务新产品；发布 T3 十年荣耀版。4）云市场应用商城：目前商城入驻伙伴超过 6500 家、入驻产品及服务超过 1 万个，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。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32 元、0.45 元、0.59 元，未来三年归母净利润将保持 17%的复合增长率。鉴于公司为国内企业信息化龙头，且在“用友 3.0 战略”的指引下云平台生态逐渐搭建完善，我们长期看好公司发展，维持“持有”评级。
- **风险提示：**云业务发展不及预期、金融政策风险、软件领域竞争加剧等风险。

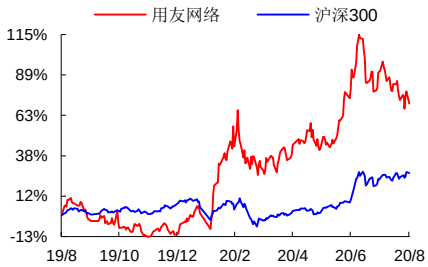
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8509.66	8938.54	11593.42	14358.80
增长率	10.46%	5.04%	29.70%	23.85%
归属母公司净利润（百万元）	1182.99	1032.54	1466.28	1925.07
增长率	93.26%	-12.72%	42.01%	31.29%
每股收益 EPS（元）	0.47	0.32	0.45	0.59
净资产收益率 ROE	15.93%	12.52%	15.39%	17.20%
PE	89	132	93	71
PB	14.66	17.08	14.75	12.53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.49
流通 A 股(亿股)	32.47
52 周内股价区间(元)	27.76-53.41
总市值(亿元)	1,361.54
总资产(亿元)	170.30
每股净资产(元)	1.91

相关研究

1. 用友网络（600588）：云业务高歌猛进，核心云资产地位进一步确认 (2020-03-29)
2. 用友网络（600588）：云业务持续高增，“三化”方向启迪未来 (2019-10-31)

关键假设：

假设 1：受国内经济下行压力，公司软件业务受到一定的影响，同时公司 NC 产品已经停止向新客户销售，取而代之推广的是 NC Cloud 产品，故公司的软件业务增速将有所下降。我们预计，2020-2022 年，公司传统软件业务收入占比将逐年下降，有望降至 22%左右。

假设 2：公司坚定践行云战略，云业务收入已经连续 3 年保持翻倍以上增长；同时公司加强了生态战略布局，和华为等巨头合作，在协同效应推动下，云业务有望继续保持高增长。我们预计，2020-2022 年，公司云业务收入占比将逐年上升，有望增至 68%左右。

假设 3：金融业务主要包括收单支付业务和 P2P 理财业务。受到国内对于 P2P 理财强监管的政策影响，往年理财业务出现下滑，预计未来政策仍将维持强监管状态，对公司金融业务有一定影响。公司支付业务增长较快，随着融合战略的实施，公司在实现更多产品销售的同时也会带动支付业务的发展。由于公司营收稳定增长，我们预计金融业务收入占比基本保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
软件业务	收入	51.95	38.96	34.29	31.54
	增速	-6.9%	-25.0%	-12.0%	-8.0%
云业务	收入	19.70	41.38	70.34	98.47
	增速	131.6%	110.0%	70.0%	40.0%
金融业务	收入	12.92	9.05	11.31	13.57
	增速	3.9%	-30.0%	25.0%	20.0%
其他	收入	0.52	0	0	0
	增速		0%	0%	0%
合计	收入	85.09	89.39	115.93	143.59
	增速	10.5%	5.0%	29.7%	23.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8509.66	8938.54	11593.42	14358.80
营业成本	2942.23	2949.72	3709.89	4451.23
营业税金及附加	112.62	124.06	159.26	196.73
销售费用	1633.78	1680.45	2179.56	2699.46
管理费用	1389.01	3208.94	4138.85	5097.38
财务费用	117.79	37.20	33.22	43.70
资产减值损失	-36.10	129.85	101.91	88.22
投资收益	287.20	309.06	347.02	374.40
公允价值变动损益	235.09	132.55	159.64	178.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1404.62	1249.93	1777.38	2334.67
其他非经营损益	-0.77	3.62	2.76	2.46
利润总额	1403.85	1253.55	1780.13	2337.13
所得税	82.54	100.28	142.41	186.97
净利润	1321.31	1153.27	1637.72	2150.16
少数股东损益	138.32	120.73	171.44	225.09
归属母公司股东净利润	1182.99	1032.54	1466.28	1925.07

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1321.31	1153.27	1637.72	2150.16
折旧与摊销	334.32	321.97	321.97	321.97
财务费用	117.79	37.20	33.22	43.70
资产减值损失	-36.10	129.85	101.91	88.22
经营营运资本变动	769.50	195.59	763.27	822.99
其他	-973.78	-573.47	-616.57	-637.93
经营活动现金流净额	1533.04	1264.40	2241.52	2789.11
资本支出	-223.76	0.00	0.00	0.00
其他	40.80	376.80	431.72	474.15
投资活动现金流净额	-182.96	376.80	431.72	474.15
短期借款	1079.14	-4235.54	0.00	0.00
长期借款	-126.67	0.00	0.00	0.00
股权融资	227.42	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-236.60	-206.51	-293.26
其他	-1334.49	20.52	-23.47	-25.38
筹资活动现金流净额	-154.60	-4451.63	-229.98	-318.64
现金流量净额	1188.56	-2810.43	2443.25	2944.62

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7147.45	4337.02	6780.27	9724.89
应收和预付款项	1914.26	2211.63	2794.15	3444.85
存货	22.86	24.71	40.20	44.92
其他流动资产	1083.74	1070.97	1323.40	1586.34
长期股权投资	1781.94	1781.94	1781.94	1781.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2509.50	2380.59	2251.69	2122.78
无形资产和开发支出	1761.13	1570.14	1380.06	1189.66
其他非流动资产	1317.49	1380.48	1453.61	1530.22
资产总计	17538.38	14757.49	17805.31	21425.60
短期借款	4235.54	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3323.67	3800.21	5029.04	6405.44
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00
其他负债	1639.98	1698.92	2086.71	2473.70
负债合计	9244.19	5544.13	7160.75	8924.13
股本	2503.90	3248.72	3248.72	3248.72
资本公积	1762.11	1017.29	1017.29	1017.29
留存收益	3391.81	4187.76	5447.53	7079.34
归属母公司股东权益	7172.63	7971.07	9230.84	10862.66
少数股东权益	1121.56	1242.28	1413.73	1638.81
股东权益合计	8294.19	9213.35	10644.57	12501.47
负债和股东权益合计	17538.38	14757.49	17805.31	21425.60

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	10.46%	5.04%	29.70%	23.85%
营业利润增长率	48.93%	-11.01%	42.20%	31.36%
净利润增长率	63.09%	-12.72%	42.01%	31.29%
EBITDA 增长率	42.91%	-13.34%	32.53%	26.62%
获利能力				
毛利率	65.42%	67.00%	68.00%	69.00%
三费率	36.91%	55.12%	54.79%	54.60%
净利率	15.53%	12.90%	14.13%	14.97%
ROE	15.93%	12.52%	15.39%	17.20%
ROA	7.53%	7.81%	9.20%	10.04%
ROIC	28.12%	25.93%	39.49%	56.09%
EBITDA/销售收入	21.82%	18.00%	18.39%	18.81%
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.55	0.71	0.73
固定资产周转率	3.71	3.66	5.01	6.56
应收账款周转率	6.49	6.45	6.73	6.75
存货周转率	89.37	88.02	97.94	95.89
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.49%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	52.71%	37.57%	40.22%	41.65%
带息债务/总负债	46.31%	0.81%	0.63%	0.50%
流动比率	1.12	1.42	1.56	1.69
速动比率	1.11	1.41	1.56	1.69
股利支付率	0.00%	22.91%	14.08%	15.23%
每股指标				
每股收益	0.36	0.32	0.45	0.59
每股净资产	2.21	2.45	2.84	3.34
每股经营现金	0.47	0.39	0.69	0.86
每股股利	0.00	0.07	0.06	0.09

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1856.74	1609.10	2132.57	2700.34
PE	115.09	131.86	92.86	70.73
PB	18.98	17.08	14.75	12.53
PS	16.00	15.23	11.74	9.48
EV/EBITDA	54.20	81.04	59.97	46.24
股息率	0.00%	0.17%	0.15%	0.22%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn