用友网络（600588）

合同负债高增，大型企业上云大潮即将到来

买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn
研究助理 王紫敬

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,510	9,509	12,021	15,136
同比（%）	10.5%	11.7%	26.4%	25.9%
归母净利润（百万元）	1,183	1,160	1,692	2,809
同比（%）	93.3%	-2.0%	45.9%	66.0%
每股收益（元/股）	0.36	0.36	0.52	0.86
P/E（倍）	120.26	122.67	84.08	50.65

事件：上半年实现营收 29.50 亿元，同比下降 10.9%。归母净利润 2560 万元，同比下降 94.7%；扣非净利润为-1671 万元，同比减少 2.81 亿元。

投资要点

- **疫情影响 H1 业绩，先行指标合同负债接近翻倍预示下半年有望加速：**上半年受疫情影响，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，造成收入（主要是传统软件收入）和利润下滑。在业绩下滑的同时，应收账款同比下降 26.53%，无形资产和开发支出合计基本持平，保持在健康状态；合同负债和预收款合计 22.61 亿，同比大幅增加 99.32%，虽然有部分原因是会计准则调整，但作为先行指标也预示着云业务需求旺盛，我们预计被动延后的大中型客户的采购进度在下半年会加速兑现，全年目标仍然有希望完成。

- **云服务业务高速增长，云生态拓展顺利：**上半年云服务业务（不含金融类云服务业务）实现收入 7.50 亿元，同比增长 59.1%；软件业务实现收入 15.87 亿元，同比下降 29.4%；互联网投融资信息服务业务控制了展业力度，实现收入 1.54 亿元，同比下降 58.2%。按照企业规模分类来看，小微企业云服务业务实现收入 7,866 万元，增长 73.8%；大中型企业云服务业务实现收入 6.72 亿元，增长 57.5%。截至上半年末，公司云服务业务的累计企业客户数为 597.26 万家，其中累计付费企业客户数为 56.71 万家，较 2019 年半年度末增长 31.9%。此外，用友云市场应用商城入驻伙伴超过 6500 家、入驻产品及服务超过 10000 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。

- **各条云产品线落地众多大型集团，标杆客户签约预示大型企业上云加速：**上半年公司发布了用友商业创新平台 YonBIP、低代码开发平台 YonBuilder 和 NCC2020.05，顺利签约了中国南方航空、鞍钢集团、雪花啤酒、江苏恒力化纤等一批大型综合性集团企业，助力企业数智化转型与建设。领域云业务签约了中信银行、中兴通讯、中国纸业、红狮控股等一批标杆客户，实现业绩高速增长。行业云业务签约了中国联通、中国农业发展银行、一汽集团等一批行业龙头企业。YonSuite 发布新版本，签约了中国医药、江苏中孚达科技、浙江欧姆龙电梯、香港北大荒经贸等典型客户。大型集团上云加速，用友在中高端 ERP 优势凸显。

- **盈利预测与投资评级：**2020-2022 年收入 95.09/120.21/151.36 亿元，归母净利润为 11.60/16.92/28.09 亿元，EPS 为 0.36/0.52/0.86 元，对应 PE 为 123/84/51 倍。我们看好公司后续产品竞争力的提升，YonBIP 的发布推动产品业务范围从企业级扩大到社会级，长期看将实现 B 端和 C 端的打通，龙头地位更加牢固，维持“买入”评级。

- **风险提示：**云业务发展不及预期；宏观经济对传统 ERP 业务产生影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.79
一年最低/最高价	20.91/54.35
市净率(倍)	22.87
流通 A 股市值(百万元)	142174.95

基础数据

每股净资产(元)	1.91
资产负债率(%)	57.89
总股本(百万股)	3248.72
流通 A 股(百万股)	3246.74

相关研究

1、《用友网络（600588）：从企业级到社会级，定增加码创新云平台 YonBIP 建设》2020-07-02
2、《用友网络（600588）：绩效考核彰显信心，股权激励保驾护航》2020-05-22
3、《用友网络（600588）：云业务继续高增长，新一代云产品即将推出》2020-04-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

用友网络三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,168**	**8,815**	**12,313**	**12,076**
现金	7,147	5,732	8,254	7,710
应收账款	1,234	1,698	2,009	2,659
存货	23	20	32	26
其他流动资产	1,764	1,366	2,018	1,681
非流动资产	**7,370**	**7,650**	**8,437**	**9,358**
长期股权投资	1,782	1,871	1,962	2,059
固定资产	2,510	2,708	3,356	4,163
在建工程	0	53	161	246
无形资产	870	825	765	696
其他非流动资产	2,208	2,193	2,193	2,194
资产总计	**17,538**	**16,465**	**20,750**	**21,433**
流动负债	**9,112**	**7,221**	**9,974**	**7,857**
短期借款	4,236	4,236	4,236	4,236
应付账款	597	409	818	548
其他流动负债	4,280	2,577	4,920	3,074
非流动负债	**132**	**129**	**144**	**155**
长期借款	45	43	57	68
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**9,244**	**7,351**	**10,118**	**8,012**
少数股东权益	1,122	1,433	1,900	2,577
归属母公司股东权益	7,173	7,681	8,732	10,844
负债和股东权益	**17,538**	**16,465**	**20,750**	**21,433**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,533	-201	4,122	1,254
投资活动现金流	-183	-336	-827	-970
筹资活动现金流	-155	-879	-772	-828
现金净增加额	1,189	-1,416	2,523	-544
折旧和摊销	334	244	260	307
资本开支	376	190	696	824
营运资本变动	-31	-1,875	1,771	-2,430

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8,510**	**9,509**	**12,021**	**15,136**
减:营业成本	2,942	2,813	3,430	3,817
营业税金及附加	113	126	159	200
营业费用	1,634	1,712	2,044	2,422
管理费用	1,389	3,186	3,967	4,843
财务费用	118	146	151	148
资产减值损失	-36	0	0	0
加:投资净收益	287	128	147	166
其他收益	235	59	73	92
营业利润	**1,405**	**1,714**	**2,490**	**3,962**
加:营业外净收支	-1	-2	-1	-1
利润总额	**1,404**	**1,712**	**2,490**	**3,961**
减:所得税费用	83	241	330	475
少数股东损益	138	311	467	677
归属母公司净利润	**1,183**	**1,160**	**1,692**	**2,809**
EBIT	1,449	1,777	2,538	3,981
EBITDA	1,783	2,020	2,798	4,287

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.36	0.36	0.52	0.86
每股净资产(元)	2.21	2.36	2.69	3.34
发行在外股份(百万股)	2504	3249	3249	3249
ROIC(%)	11.7%	12.7%	16.8%	23.0%
ROE(%)	15.9%	16.1%	20.3%	26.0%
毛利率(%)	65.4%	70.4%	71.5%	74.8%
销售净利率(%)	13.9%	12.2%	14.1%	18.6%
资产负债率(%)	52.7%	44.6%	48.8%	37.4%
收入增长率(%)	10.5%	11.7%	26.4%	25.9%
净利润增长率(%)	93.3%	-2.0%	45.9%	66.0%
P/E	120.26	122.67	84.08	50.65
P/B	19.83	18.52	16.29	13.12
EV/EBITDA	78.77	70.35	50.06	32.96

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn