公司研究

云+软件业务收入增长符合预期，业务结构持续优化

——用友网络（600588.SH）2021 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年三季报：前三季度实现营收 49.33 亿元，同比增加 6.8%。归母净利润 1.27 亿元，同比扭亏为盈。

业务结构持续优化，云+软件业务收入增长符合预期：前三季度公司陆续剥离畅捷通支付、金融业务，进一步聚焦云服务与软件主业，推进实施交付分签外包，推动收入结构优化。前三季度公司云服务与软件业务实现收入 46.64 亿元，同比增长 23.9%（其中云服务实现收入为 25.26 亿元，同比增长 82.99%；软件业务收入 21.37 亿元，同比减少 10.4%），云和软件业务收入增长符合预期。前三季度公司整体毛利率提升 2.99 个百分点至 57.50%。前三季度公司期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别较去年同期变化 8.07、6.07、-0.10、2.47 和-0.38 个百分点，整体费用率有所提升，主要系公司市场开拓和研发投入力度加大。由于公司加速推进云服务业务转型，战略加大对研发、市场营销与销售的投入，公司扣非后净利润亏损有所增加。得益于畅捷通支付股权转让产生的投资收益等非经常性收益同比增加，公司净利润实现扭亏为盈。

云服务业务收入呈现高增速：前三季度云服务业务收入为 25.26 亿元，同比增长 82.99%，已成为公司最主要的收入增长点。其中大型企业云服务云收入 17.72 亿元，同比增长 73.44%；中型企业云服务为 1.90 亿元，同比增长 126.08%；小微企业云服务收入为 3.30 亿元，同比增长 117.41%；政府与其他公共组织云服务的收入为 2.35 亿元，同比增长 90.5%。

头部客户不断突破，合同金额进一步提升：近期在大型央企及商业银行领域斩获多个千万级大单，成功签约了中国邮政、中国光大银行、中国邮政储蓄银行、光大证券、中国银河证券、中国人保寿险、广西烟草、大连烟草、重庆中烟、长久汽车等多家大型企业行业标杆客户。前三季度公司来自于大型企业的云服务和软件业务收入达到 31.52 亿元，同比增长 30.1%，其中，云服务业务收入为 17.72 亿元，同比增长 73.4%。前三季度公司云服务与软件业务直销合同金额 48.3 亿，同比增长 31.9%，其中 500 万元以上的新签合同金额同比增长 59.1%，增速进一步提升，合同金额进一步提升。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司为了拓展云市场，未来还将持续加大研发和市场投入，下调公司 21-23 年归母净利润预测分别至 10.30、12.56 和 15.91 亿元（分别下调了 21.01%、17.42%和 23.10%），看好公司作为企业服务龙头将受益于国产化、云化、数智化、全球化等市场趋势，维持“买入”评级。

风险提示：云业务拓展不及预期；受经济形势因素影响而导致的部分企业 IT 支出放缓的风险；金融服务业务受宏观政策影响的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,510	8,525	9,930	12,464	15,696
营业收入增长率	10.46%	0.18%	16.48%	25.52%	25.93%
净利润（百万元）	1,183	989	1,030	1,256	1,591
净利润增长率	93.26%	-16.43%	4.22%	21.95%	26.59%
EPS（元）	0.47	0.30	0.32	0.38	0.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.49%	13.11%	13.01%	14.56%	16.65%
P/E	67	105	101	83	65
P/B	11.1	13.8	13.1	12.1	10.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29 注：19-21 年公司总股本分别为 25/33/33 亿股

买入（维持）

当前价：31.80 元

作者

分析师：吴春旸
执业证书编号：S0930521080002
021-52523686
wuchunyang@ebscn.com
分析师：万义麟
执业证书编号：S0930519080001
021-52523859
wanyilin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.71
总市值(亿元):	1040.03
一年最低/最高(元):	29.52/51.49
近 3 月换手率:	34.05%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.78	-18.74	-33.31
绝对	-7.21	-19.25	-28.89

资料来源：Wind

相关研报

头部客户持续突破，云转型战略实现拐点级突破——用友网络（600588.SH）2021 年半年报点评（2021-08-19）

业绩符合预期，云业务发展实现战略加速——用友网络（600588.SH）2020 年年报点评（2021-03-27）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**8,510**	**8,525**	**9,930**	**12,464**	**15,696**
营业成本	2,942	3,321	3,773	4,674	5,808
折旧和摊销	312	334	363	381	412
税金及附加	113	99	129	162	204
销售费用	1,634	1,537	1,916	2,406	3,029
管理费用	1,389	959	1,321	1,658	2,088
研发费用	1,630	1,459	1,807	2,268	2,857
财务费用	118	110	126	162	210
投资收益	287	75	75	75	75
营业利润	**1,405**	**1,121**	**1,173**	**1,439**	**1,836**
利润总额	**1,404**	**1,126**	**1,178**	**1,445**	**1,843**
所得税	83	75	82	108	151
净利润	**1,321**	**1,051**	**1,096**	**1,336**	**1,692**
少数股东损益	138	63	65	80	101
归属母公司净利润	**1,183**	**989**	**1,030**	**1,256**	**1,591**
EPS(元)	**0.47**	**0.30**	**0.32**	**0.38**	**0.49**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,533**	**1,613**	**1,493**	**1,699**	**2,122**
净利润	1,183	989	1,030	1,256	1,591
折旧摊销	312	334	363	381	412
净营运资金增加	-285	-807	925	1,674	2,134
其他	323	1,098	-826	-1,611	-2,015
投资活动产生现金流	**-183**	**-894**	**-217**	**-493**	**-573**
净资本支出	-296	-575	-550	-620	-700
长期投资变化	1,782	2,473	0	0	0
其他资产变化	-1,669	-2,792	333	127	127
融资活动现金流	**-155**	**-2,315**	**-426**	**441**	**552**
股本变化	586	767	0	0	0
债务净变化	885	-1,950	326	1,100	1,365
无息负债变化	790	1,109	310	620	784
净现金流	**1,189**	**-1,602**	**849**	**1,647**	**2,101**

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**17,538**	**16,950**	**18,028**	**20,536**	**23,709**
货币资金	7,147	5,605	6,454	8,102	10,203
交易性金融资产	221	230	0	0	0
应收账款	1,234	1,042	1,221	1,546	1,962
应收票据	133	110	128	161	202
其他应收款（合计）	456	433	504	633	797
存货	23	423	432	491	555
其他流动资产	809	545	559	584	617
流动资产合计	**10,168**	**8,773**	**9,636**	**11,879**	**14,732**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,782	2,473	2,473	2,473	2,473
固定资产	2,510	2,432	2,673	2,923	3,184
在建工程	0	75	86	98	110
无形资产	870	785	720	697	712
商誉	891	875	875	875	875
其他非流动资产	69	9	23	23	23
非流动资产合计	**7,370**	**8,177**	**8,392**	**8,657**	**8,977**
总负债	**9,244**	**8,403**	**9,039**	**10,759**	**12,908**
短期借款	4,236	2,375	2,701	3,801	5,166
应付账款	597	549	624	773	960
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,268	14	16	21	26
其他流动负债	124	198	212	237	270
流动负债合计	**9,112**	**7,950**	**8,558**	**10,227**	**12,312**
长期借款	45	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	69	438	466	517	582
非流动负债合计	**132**	**453**	**481**	**532**	**596**
股东权益	**8,294**	**8,547**	**8,989**	**9,777**	**10,801**
股本	2,504	3,270	3,270	3,270	3,270
公积金	2,759	2,258	2,361	2,486	2,645
未分配利润	2,395	2,257	2,530	3,113	3,877
归属母公司权益	7,173	7,543	7,919	8,628	9,550
少数股东权益	1,122	1,004	1,070	1,150	1,251

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.4%	61.0%	62.0%	62.5%	63.0%
EBITDA 率	18.3%	21.5%	16.6%	16.4%	16.3%
EBIT 率	14.4%	17.3%	12.9%	13.3%	13.7%
税前净利润率	16.5%	13.2%	11.9%	11.6%	11.7%
归母净利润率	13.9%	11.6%	10.4%	10.1%	10.1%
ROA	7.5%	6.2%	6.1%	6.5%	7.1%
ROE（摊薄）	16.5%	13.1%	13.0%	14.6%	16.7%
经营性 ROIC	14.3%	20.3%	15.0%	15.6%	16.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53%	50%	50%	52%	54%
流动比率	1.12	1.10	1.13	1.16	1.20
速动比率	1.11	1.05	1.08	1.11	1.15
归母权益/有息债务	1.64	3.12	2.88	2.24	1.83
有形资产/有息债务	3.57	6.14	5.83	4.82	4.16

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	19.20%	18.02%	19.30%	19.30%	19.30%
管理费用率	16.32%	11.26%	13.30%	13.30%	13.30%
财务费用率	1.38%	1.29%	1.27%	1.30%	1.34%
研发费用率	19.16%	17.11%	18.20%	18.20%	18.20%
所得税率	6%	7%	7%	8%	8%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.26	0.20	0.17	0.20	0.26
每股经营现金流	0.61	0.49	0.46	0.52	0.65
每股净资产	2.86	2.31	2.42	2.64	2.92
每股销售收入	3.40	2.61	3.04	3.81	4.80

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	67	105	101	83	65
PB	11.1	13.8	13.1	12.1	10.9
EV/EBITDA	53.7	58.5	64.6	52.8	42.6
股息率	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE