

用友网络 (600588.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

全面加速智能化，产品创新引领未来

事件

2023年3月24日公司披露年报，2022年实现收入92.62亿元，同比增长3.69%；归母净利润2.19亿元，同比下降69.03%；扣非归母净利润1.46亿元，同比下降63.9%。其中Q4实现收入36.66亿元，同比下降8.32%；归母净利润7.59亿元，同比增长30.62%；扣非归母净利润6.86亿元，同比增长17.79%。

点评

加大战略投入，云化程度加深。2022年四季度疫情叠加部分客户行业景气度下行对全年收入增速产生了一定影响，报告期内公司持续加大战略投入与业务结构升级，研发投入同比增长24.5%，占收入的31.6%，导致当期利润有所下滑，但人员投入与结构优化为公司未来增长打下了坚实基础。具体来看，公司云服务与软件业务收入约为92亿元，同比增长6.5%，其中云服务收入约63.5亿元，同比增长19.4%，保持较快增速，占比达到68.6%，同比提升9pct，云化程度进一步加深。公司全面贯彻订阅优先策略，合同负债实现24.6亿元，同比增长14.4%，其中云合同负债19.2亿元，同比增长21.5%，订阅合同负债13.2亿元，同比增长55.8%。云服务ARR为20.4亿元，同比增长23.8%。累计付费客户数57.15万家，同比增长30.4%。

中型客户市场为订阅收入持续注入活力。分层来看，公司在大客户市场收入约62.5亿元，同比增长6.5%，云收入约43.9亿元，同比增长17.6%，续费率达105.5%，用友BIP3签约金额超10亿元，累计签约27家一级央企，为信创国产化替换打开了良好局面。中型客户收入约11.4亿元，同比增长25.8%，其中云收入约6.3亿元，同比增长60.6%，续费率达82%，YonSuite合同金额同比增长翻番，U9 Cloud新增客户数及签约金额同比翻倍，中型客户市场为公司订阅收入贡献了增长动力。小微客户收入约6.8亿元，同比增长15%，其中SaaS订阅收入约3.8亿元，同比增长47.2%。此外，作为文心一言首批内测企业，用友BIP接入文心一言后，双方将在财务、供应链、低代码平台等方面开展合作，共同打造用友BIP人工智能全系产品，推进平台与应用智能化创新发展。

盈利调整和投资建议

我们下调此前的盈利预测，预计公司2023-2025年的收入分别为115.76/145.72/183亿元，净利润分别为4.25/8.38/17.03亿元，当前股价对应PS分别为8、6、5倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场拓展不及预期；行业竞争加剧风险。

计算机组

联系人：纪超

jichao@gjzq.com.cn

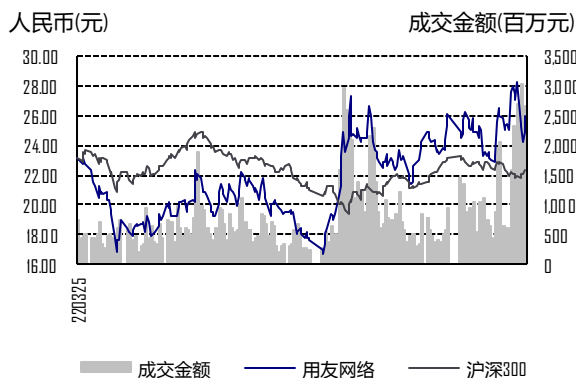
分析师：孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.99元

相关报告：

- 《回购彰显公司信心，有望迎新增长动能-用友网络公司点评》，2022.12.3
- 《云服务快速增长，核心指标彰显云转型加速-用友网络2022年三...》，2022.10.28
- 《云业务快速增长，把握国产替代大机遇-用友网络22H1业绩点评》，2022.8.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,932	9,262	11,576	14,572	18,300
营业收入增长率	4.78%	3.69%	24.98%	25.89%	25.58%
归母净利润(百万元)	708	219	425	838	1,703
归母净利润增长率	-28.41%	-69.03%	93.82%	97.21%	103.29%
摊薄每股收益(元)	0.216	0.064	0.124	0.244	0.496
每股经营性现金流净额	0.40	0.15	0.68	0.68	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.13%	1.91%	3.66%	6.92%	12.71%
P/E	165.81	378.66	210.06	106.52	52.40
P/B	16.80	7.24	7.69	7.37	6.66

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,525	8,932	9,262	11,576	14,572	18,300	货币资金	5,605	4,616	8,304	9,434	10,544	11,548
增长率	4.8%	4.8%	3.7%	25.0%	25.9%	25.6%	应收款项	1,584	1,625	2,482	2,165	2,324	2,535
主营业务成本	-3,321	-3,461	-4,041	-5,512	-7,303	-9,483	存货	423	407	531	558	577	604
%销售收入	39.0%	38.8%	43.6%	47.6%	50.1%	51.8%	其他流动资产	1,160	1,034	1,070	1,041	1,206	1,393
毛利	5,204	5,471	5,221	6,063	7,269	8,817	流动资产	8,773	7,682	12,387	13,197	14,652	16,080
%销售收入	61.0%	61.2%	56.4%	52.4%	49.9%	48.2%	%总资产	51.8%	44.3%	52.6%	53.5%	55.3%	56.8%
营业税金及附加	-99	-106	-106	-133	-168	-210	长期投资	3,570	3,606	3,871	4,073	4,275	4,477
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	2,507	2,529	2,531	2,578	2,627	2,676
销售费用	-1,537	-2,027	-2,235	-2,523	-2,930	-3,294	%总资产	14.8%	14.6%	10.7%	10.4%	9.9%	9.5%
%销售收入	18.0%	22.7%	24.1%	21.8%	20.1%	18.0%	无形资产	1,955	3,197	4,504	4,544	4,612	4,705
管理费用	-959	-1,072	-1,117	-1,250	-1,416	-1,519	非流动资产	8,177	9,647	11,168	11,485	11,833	12,207
%销售收入	11.3%	12.0%	12.1%	10.8%	9.7%	8.3%	%总资产	48.2%	55.7%	47.4%	46.5%	44.7%	43.2%
研发费用	-1,459	-1,704	-1,754	-1,887	-2,186	-2,471	资产总计	16,950	17,329	23,555	24,682	26,484	28,287
%销售收入	17.1%	19.1%	18.9%	16.3%	15.0%	13.5%	短期借款	2,420	2,802	3,611	3,554	3,508	2,379
息税前利润 (EBIT)	1,150	562	8	270	569	1,323	应付款项	1,867	1,800	1,727	1,957	2,138	2,363
%销售收入	13.5%	6.3%	0.1%	2.3%	3.9%	7.2%	其他流动负债	3,663	3,722	4,236	5,013	6,152	7,531
财务费用	-110	-79	12	-102	-76	-17	流动负债	7,950	8,325	9,574	10,523	11,798	12,272
%销售收入	1.3%	0.9%	-0.1%	0.9%	0.5%	0.1%	长期贷款	0	390	826	826	826	826
资产减值损失	-265	-355	-220	-242	-262	-274	其他长期负债	453	688	637	658	682	708
公允价值变动收益	52	9	34	2	3	4	负债	8,403	9,403	11,037	12,007	13,306	13,807
投资收益	75	360	110	150	200	250	普通股股东权益	7,543	6,987	11,461	11,611	12,106	13,397
%税前利润	6.7%	46.5%	44.5%	31.6%	21.5%	13.3%	其中：股本	3,270	3,271	3,434	3,433	3,433	3,433
营业利润	1,121	779	251	479	935	1,889	未分配利润	2,257	2,221	2,044	2,194	2,689	3,980
%营业收入	13.1%	8.7%	2.7%	4.1%	6.4%	10.3%	少数股东权益	1,004	939	1,057	1,064	1,073	1,084
营业外收支	6	-5	-4	-5	-6	-7	负债股东权益合计	16,950	17,329	23,555	24,682	26,484	28,287
税前利润	1,126	774	247	474	929	1,882	比率分析						
利润率	13.2%	8.7%	2.7%	4.1%	6.4%	10.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-75	-92	-22	-42	-83	-167	每股指标						
所得税率	6.6%	11.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	每股收益	0.302	0.216	0.064	0.124	0.244	0.496
净利润	1,051	682	225	432	847	1,714	每股净资产	2.306	2.136	3.338	3.382	3.526	3.902
少数股东损益	63	-25	6	7	9	11	每股经营现金净流	0.493	0.397	0.149	0.677	0.684	0.975
归属于母公司的净利润	989	708	219	425	838	1,703	每股股利	0.200	0.100	0.060	0.080	0.100	0.120
净利率	11.6%	7.9%	2.4%	3.7%	5.7%	9.3%	回报率						
							净资产收益率	13.11%	10.13%	1.91%	3.66%	6.92%	12.71%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.83%	4.08%	0.93%	1.72%	3.16%	6.02%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	9.78%	4.45%	0.04%	1.44%	2.95%	6.80%
净利润	1,051	682	225	432	847	1,714	增长率						
少数股东损益	63	-25	6	7	9	11	主营业务收入增长率	0.18%	4.78%	3.69%	24.98%	25.89%	25.58%
非现金支出	622	900	884	627	661	690	EBIT 增长率	43.47%	-51.18%	-98.57%	3264.75%	110.89%	132.58%
非经营收益	57	-240	-127	129	74	-16	净利润增长率	-16.43%	-28.41%	-69.03%	93.82%	97.21%	103.29%
营运资金变动	-118	-42	-471	1,136	767	957	总资产增长率	-3.35%	2.24%	35.93%	4.79%	7.30%	6.81%
经营活动现金净流	1,613	1,300	510	2,323	2,348	3,346	资产管理能力						
资本开支	-575	-1,000	-1,554	-479	-523	-565	应收账款周转天数	48.7	47.4	67.1	60.0	55.0	51.0
投资	-537	-300	-2,404	-248	-247	-246	存货周转天数	24.5	43.8	42.4	42.0	37.0	33.0
其他	218	70	104	148	198	248	应付账款周转天数	63.0	63.4	67.1	63.0	55.0	49.0
投资活动现金净流	-894	-1,230	-3,853	-579	-572	-563	固定资产周转天数	104.1	101.1	93.6	75.8	60.9	49.1
股权募资	425	279	5,347	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,950	702	1,077	-37	-26	-1,109	净负债/股东权益	-39.95%	-21.51%	-31.20%	-40.57%	-48.17%	-58.92%
其他	-790	-1,569	-1,496	-555	-620	-650	EBIT 利息保障倍数	10.4	7.1	-0.7	2.6	7.4	78.7
筹资活动现金净流	-2,315	-588	4,928	-592	-646	-1,760	资产负债率	49.57%	54.26%	46.86%	48.65%	50.24%	48.81%
现金净流量	-1,602	-520	1,599	1,152	1,130	1,023							

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-19	买入	37.25	N/A
2	2021-10-31	买入	31.80	N/A
3	2022-03-21	买入	25.44	N/A
4	2022-04-30	买入	19.14	N/A
5	2022-07-14	买入	19.57	N/A
6	2022-08-20	买入	20.39	N/A
7	2022-10-28	买入	24.93	N/A
8	2022-12-03	买入	22.58	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402