

分层经营效果显著, BIP3 引领企业服务变革

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年业绩报告, 实现营业收入 92.6 亿元, 同比增长 3.7%; 实现归母净利润 2.2 亿元, 同比下降 69.0%, 实现扣非归母净利润为 1.5 亿元, 同比下降 63.9%。
- **云服务业务快速增长, 业务结构持续升级。** 报告期内, **1、云业务** 实现营收 63.5 亿元, 同比增长 19.4%, 营收贡献占比达 69.0%, 成为公司主要收入来源。订阅相关指标表现优异, 云合同负债实现 19.2 亿元, 同比增长 21.5%; 订阅合同负债实现 13.2 亿元, 同比增长 55.8%; ARR 收入为 20.4 亿元, 同比增长 23.8%。**2、软件业务:** 战略收缩, 实现收入 28.5 亿元, 同比下降 14.2%。
- **以“YonBIP3”为矛, 加速突破高端 ERP 市场。** 报告期内, 大型企业市场云服务与软件业务实现营收 62.5 亿元, 同比增长 6.5%; 其中, 云业务收入为 43.9 亿元, 同比增长 17.6%, 高于整体增速。产品端来看, 公司核心产品续费率达 105.5%, 其中, YonBIP3 产品力强劲, 在平台技术与应用架构、领域与行业应用、生态体系三个层面均实现全面突破, 达到全球领先水平。自 2022 年 8 月发布以来, BIP3 签约金额已超 10 亿元。截至报告期末, 公司成功签约以中国船舶集团、中国电子、国家管网集团、中国联通、中国移动等为代表的知名企业与公共组织, 累计签约一级央企 27 家, 助力多家大型央企完成国产化替代, 信创市场份额领先。此外, 在此轮 ChatGPT 发展浪潮中, YonBIP 平台作为“文心一言”首批合作伙伴, AIPaaS 能力将再上台阶, 引领企业管理软件变革。
- **中型企业市场持续推进, 三箭齐发极具增长潜力。** 报告期内, 中型企业市场实现云服务与软件业务收入 11.4 亿元, 同比增长 25.8%; 其中, 云服务业务高速增长, 实现收入 6.3 亿元(+60.6%)。分产品来看, 核心产品续费率达 82.0%, 其中, YonSuite 新增付费客户数量近 7000 家, 合同签约金额同比增长翻番; U9 Cloud 新增客户数量及项目签约金额均同比翻倍增长; U8 Cloud 成功签约超过 400 家城投客户及数百家知名企业和公共组织。我们认为, 伴随着民营经济活力逐步复苏, 中型企业市场亦有潜力可挖。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.12 元、0.27 元、0.45 元, 对应动态 PE 分别为 215 倍、97 倍、58 倍, 动态 PS 分别为 8 倍、6 倍、5 倍。公司作为国内 ERP 龙头企业之一, 把握数智化转型与国产化双重机遇, 盈利能力提升值得期待, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、核心研发人员流失、技术落地不及预期等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9261.74	11458.06	14552.36	18584.44
增长率	3.69%	23.71%	27.01%	27.71%
归属母公司净利润(百万元)	219.17	414.82	923.58	1549.00
增长率	-69.03%	89.27%	122.65%	67.72%
每股收益 EPS(元)	0.06	0.12	0.27	0.45
净资产收益率 ROE	1.80%	3.24%	6.71%	10.15%
PE	407	215	97	58
PB	7.79	7.52	6.97	6.22

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@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)	34.33
流通 A 股(亿股)	34.17
52 周内股价区间(元)	16.73-28.22
总市值(亿元)	892.34
总资产(亿元)	173.29
每股净资产(元)	2.14

相关研究

1. 用友网络(600588): 云转型逐渐深化, 大型企业市场优势凸显 (2022-10-30)
2. 用友网络(600588): 云业务高速增长, 大客户优势强化 (2022-08-22)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 传统软件：企业上云渗透率持续提升，传统本地化软件授权部署方式需求下滑，后续业务将逐步收缩，预计 2023-2025 年订单增速为-15%。

2) 云服务：数字经济大背景下，产业数字化转型迎来历史级别催化，叠加国产化浪潮持续演进，公司坚定投入并推进云转型战略，分层经营成效显著。公司在大型企业市场龙头地位稳固，YonBIP3 产品力强劲，有望承接更多超大型企业项目订单；中型企业市场凭借 U9C 及 Yonsuite 等矛头产品的推出快速放量；小微企业市场全面转向公有云服务后，收入体量与质量均呈现高速提升趋势。综合来看，预计 2023-2025 年公司云业务订单增速分别为 42.3%、38.3%、34.7%。

3) 金融业务及其他：公司坚定落实结构调整计划，陆续剥离金融业务，预计 2023 年该业务增速为-100%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
传统软件	收入	2420.5	2057.4	1748.8	2420.5
	增速	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
云服务	收入	6353.0	9037.6	12495.0	16835.7
	增速	19.4%	42.3%	38.3%	34.7%
金融业务及其他	收入	61.2	--	--	--
	增速	-79.0%	-100.0%	--	--
合计	收入	9261.7	11458.1	14552.4	18584.4
	增速	3.7%	23.7%	27.0%	27.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 114.58 亿元 (+23.7%)、145.52 亿元 (+27.0%) 和 185.84 亿元 (+27.7%)，归母净利润分别为 4.15 亿元 (+89.3%)、9.24 亿元 (+122.7%)、15.49 亿元 (+67.7%)，EPS 分别为 0.12 元、0.27 元、0.45 元，对应动态 PE 分别为 215 倍、97 倍、58 倍，动态 PS 分别为 8 倍、6 倍、5 倍。

综合考虑业务范围，选取了行业 3 家上市公司作为估值参考。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	营收 (百万元)				PS (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688111.SH	金山办公	1808	392.00	32.8	39.7	52.4	69.5	55	46	35	26
002410.SZ	广联达	774	65.00	65.9	84.2	106.3	131.1	12	9	7	6
0268.HK	金蝶国际	413	13.66	48.7	59.1	103.3	127.9	8	7	4	3
平均值								25	21	15	12
600588.SH	用友网络	810	25.99	92.6	114.6	145.5	185.8	10	8	6	5

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PS 角度看，公司 2023 年估值为 8 倍，行业平均值为 21 倍，显著低于行业平均估值水平。公司作为国内 ERP 龙头企业之一，把握数智化转型与国产化双重机遇，盈利能力提升值得期待，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9261.74	11458.06	14552.36	18584.44	净利润	224.80	419.03	930.25	1566.40
营业成本	4040.54	4926.96	6184.75	7805.46	折旧与摊销	579.15	679.65	679.65	679.65
营业税金及附加	106.19	133.26	169.09	215.53	财务费用	-12.06	197.46	122.56	135.32
销售费用	2235.44	2637.82	3086.24	3580.04	资产减值损失	-64.82	-98.35	-99.80	-93.48
管理费用	1117.48	3552.00	4438.47	5575.33	经营营运资本变动	-8.90	-1583.55	59.70	46.21
财务费用	-12.06	197.46	122.56	135.32	其他	-432.21	242.29	-259.71	-197.37
资产减值损失	-64.82	-98.35	-99.80	-93.48	经营活动现金流净额	285.96	-143.46	1432.66	2136.72
投资收益	109.88	360.00	384.60	370.00	资本支出	-1735.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	33.89	0.00	0.00	0.00	其他	-2117.71	383.78	410.98	399.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3853.09	383.78	410.98	399.53
营业利润	251.16	468.91	1035.63	1736.23	短期借款	622.22	-3355.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.35	-5.82	-5.43	-5.24	长期借款	436.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	246.81	463.09	1030.21	1730.99	股权融资	5122.65	0.00	0.00	0.00
所得税	22.01	44.05	99.96	164.59	支付股利	-339.23	0.00	0.00	0.00
净利润	224.80	419.03	930.25	1566.40	其他	-913.54	-219.93	-61.15	-87.53
少数股东损益	5.63	4.22	6.67	17.40	筹资活动现金流净额	4928.10	-3574.93	-61.15	-87.53
归属母公司股东净利润	219.17	414.82	923.58	1549.00	现金流量净额	1374.63	-3334.61	1782.49	2448.72
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8303.68	4969.06	6751.55	9200.28	成长能力				
应收和预付款项	2633.66	2746.51	3590.19	4650.87	销售收入增长率	3.69%	23.71%	27.01%	27.71%
存货	530.84	625.92	795.36	1005.56	营业利润增长率	-67.75%	86.70%	120.86%	67.65%
其他流动资产	918.50	192.46	231.55	284.89	净利润增长率	-67.06%	86.41%	122.00%	68.39%
长期股权投资	2735.27	2735.27	2735.27	2735.27	EBITDA 增长率	-38.51%	64.50%	36.54%	38.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2531.04	2396.79	2262.54	2128.29	毛利率	56.37%	57.00%	57.50%	58.00%
无形资产和开发支出	4475.11	3934.63	3393.12	2851.79	三费率	36.07%	55.74%	52.55%	49.99%
其他非流动资产	1427.00	1397.06	1369.47	1336.80	净利率	2.43%	3.66%	6.39%	8.43%
资产总计	23555.10	18997.71	21129.05	24193.75	ROE	1.80%	3.24%	6.71%	10.15%
短期借款	3355.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.95%	2.21%	4.40%	6.47%
应付和预收款项	2499.30	3012.06	3806.54	4812.25	ROIC	3.56%	7.78%	12.60%	19.81%
长期借款	826.00	826.00	826.00	826.00	EBITDA/销售收入	8.83%	11.75%	12.63%	13.73%
其他负债	4356.78	2226.01	2632.62	3125.20	营运能力				
负债合计	11037.08	6064.07	7265.16	8763.45	总资产周转率	0.45	0.54	0.73	0.82
股本	3433.63	3433.63	3433.63	3433.63	固定资产周转率	3.82	4.96	6.69	9.11
资本公积	5851.84	5851.84	5851.84	5851.84	应收账款周转率	4.41	4.87	4.93	4.93
留存收益	3368.86	3783.68	4707.26	6256.26	存货周转率	8.43	8.45	8.63	8.64
归属母公司股东权益	11461.07	11872.48	12796.06	14345.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.86%	—	—	—
少数股东权益	1056.95	1061.17	1067.84	1085.24	资本结构				
股东权益合计	12518.02	12933.64	13863.89	15430.30	资产负债率	46.86%	31.92%	34.38%	36.22%
负债和股东权益合计	23555.10	18997.71	21129.05	24193.75	带息债务/总负债	37.88%	13.62%	11.37%	9.43%
					流动比率	1.29	1.89	2.00	2.12
					速动比率	1.24	1.75	1.86	1.98
					股利支付率	154.78%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.12	0.27	0.45
					每股净资产	3.34	3.46	3.73	4.18
					每股经营现金	0.08	-0.04	0.42	0.62
					每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	818.24	1346.02	1837.84	2551.20					
PE	407.17	215.13	96.62	57.61					
PB	7.79	7.52	6.97	6.22					
PS	9.64	7.79	6.13	4.80					
EV/EBITDA	102.58	62.29	44.68	31.24					
股息率	0.38%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn