

2023年03月26日

业绩短期承压，23 年将迎来盈利拐点

用友网络(600588)

评级:	买入	股票代码:	600588
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	28.82/16.28
目标价格:		总市值(亿)	892.34
最新收盘价:	25.99	自由流通市值(亿)	888.05
		自由流通股数(百万)	3,416.87

事件概述

2023年3月24日晚，用友网络发布2022年年度报告。2022年，公司实现营业收入92.62亿元，同比增长3.7%。公司主营的云服务与软件业务实现收入92.01亿元，同比增长6.5%。公司归属于上市公司股东的净利润为2.19亿元，同比下降69.0%。

► 营收短期承压，23年有望恢复较快增长

根据公司公告，2022年，公司实现营业收入92.62亿元，同比增长3.7%。公司主营的云服务与软件业务实现收入92.01亿元，同比增长6.5%。其中，云服务业务保持较快增长，实现收入63.53亿元，同比增长19.4%，占营业收入的68.6%，较上年同期提升9个百分点，已成为公司主要收入来源并继续扩大收入占比；软件业务继续战略收缩，实现收入28.48亿元，同比下降14.2%。公司归属于上市公司股东的净利润为2.19亿元，同比下降69.0%，公司归属于上市公司股东的扣非后净利润为1.46亿元，同比下降63.9%。

根据公司公告，在占公司全年业绩比重最大的第四季度，客观环境的扰动叠加部分客户行业景气度下行，对公司2022年第四季度和全年收入增速产生较大影响。

我们认为，随着疫情影响消退，下游需求恢复，叠加数字中国建设、国产替代等政策催化，公司在产品、人员、生态等方面的提前布局将助力公司抓住国产化、数智化的市场机遇，23年营收有望恢复较快增长。

► 战略投入影响利润表现，重视人效提升助力盈利能力改善

根据公司公告，2022年公司研发投入29.30亿元，同比增长24.5%，占营业收入的31.6%。持续的加大投入助力公司研发实现关键突破。2022年8月，公司发布了具有里程碑意义的“用友BIP3”。

2022年末，公司员工数量为25,383人，较2021年末增加4,385人，主要为研发、咨询顾问、销售等人员的增长。公司研发人员数量已超过9,000名，占公司员工总数的35.7%。

公司以用友BIP为基石，持续升级和优化生态伙伴发展策略，加速构建全球领先的聚合型企业服务生态。2022年末，ISV伙伴数量近2,500家，同比增长超150%；专业服务伙伴已达到419家。

根据公司公告，在2021年和2022年员工规模战略增长的基础上，公司将在2023年保持员工规模的稳定，继续优化结构，提高人均产出。

我们认为，公司的战略投入在产品、人员储备、生态建设等方面取得显著成效，23年将注重新一代产品(BIP3)的推广、人均产出的提升，公司盈利能力有望明显改善。

► 信创有望加速，用友将直接受益

根据公司公告，用友BIP积极拥抱AI普及应用的新时代。用友BIP智能中台通过构建AIPaaS能力，提供基于AI驱动的一系列智能应用服务、智能应用开发、机器人流程自动化(RPA)服务、知识图谱等，助力企业低门槛、高效率应用AI技术，打造企业智慧大脑，推动更便捷的商业创新。BIP3建立了超2,300个企业服务应用模型、超70个的主题化AI大模型、超1,000个的開箱即用机器人，基于这些模型诞生的数智应用服务超过300个，这些数智服务分布在财务、人力、采购、制造、营销等业务领域，帮助企业建立展现级、分析级、控制级、决策级、创新级的全面数智能力，充分体现BIP3在AI和大数据赋能方面的智能化优势。

我们认为，AI赋能，一方面有望提升用户体验和软件使用效率，同时有利于提升公司内部软件开发和实施交付效率，公司积极拥抱新技术，有望成为AI应用落地的直接受益者。

投资建议

根据公司年报，我们下调公司 23-24 年营收预测 129.64/161.0 亿元，至 23-25 年营收预测 115.66/144.74/181.19 亿元；下调 23-24 年每股收益（EPS）0.37/0.49 元的预测，至 23-25 年分别为 0.19/0.29/0.49 元，对应 2023 年 3 月 24 日 25.99 元/股收盘价，PE 分别为 136.5/90.3/52.7 倍，**维持公司“买入”评级。**

风险提示

1) 国产替代进程不及预期；2) 云产品推广低于预期；3) 行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行风险；5) 市场系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,932	9,262	11,566	14,474	18,119
YoY (%)	4.7%	3.7%	24.9%	25.1%	25.2%
归母净利润(百万元)	708	219	654	988	1,692
YoY (%)	-28.2%	-69.0%	198.3%	51.1%	71.2%
毛利率 (%)	61.2%	56.4%	58.9%	60.1%	60.4%
每股收益 (元)	0.22	0.06	0.19	0.29	0.49
ROE	10.1%	1.9%	5.4%	7.5%	11.4%
市盈率	118.14	433.17	136.47	90.30	52.74

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

联系人：刘波

邮箱：liubo1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,262	11,566	14,474	18,119	净利润	225	650	998	1,695
YoY (%)	3.7%	24.9%	25.1%	25.2%	折旧和摊销	664	570	616	595
营业成本	4,041	4,754	5,772	7,173	营运资金变动	-695	1,075	-55	1,036
营业税金及附加	106	135	168	211	经营活动现金流	286	2,127	1,417	3,050
销售费用	2,235	2,776	3,329	3,986	资本开支	-1,554	-1,909	-1,829	-1,868
管理费用	1,117	1,446	1,778	2,245	投资	-2,404	-133	-158	-146
财务费用	-12	-53	-37	0	投资活动现金流	-3,853	-1,740	-1,712	-1,606
研发费用	1,754	2,464	3,112	3,624	股权募资	5,347	0	0	0
资产减值损失	-65	0	0	0	债务募资	1,077	0	0	0
投资收益	110	302	275	408	筹资活动现金流	4,928	-134	-134	-134
营业利润	251	725	1,104	1,884	现金净流量	1,375	252	-430	1,310
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	247	725	1,104	1,884	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	22	75	107	189	成长能力				
净利润	225	650	998	1,695	营业收入增长率	3.7%	24.9%	25.1%	25.2%
归属于母公司净利润	219	654	988	1,692	净利润增长率	-69.0%	198.3%	51.1%	71.2%
YoY (%)	-69.0%	198.3%	51.1%	71.2%	盈利能力				
每股收益	0.06	0.19	0.29	0.49	毛利率	56.4%	58.9%	60.1%	60.4%
					净利率	2.4%	5.6%	6.9%	9.4%
					总资产收益率 ROA	0.9%	2.6%	3.5%	5.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	1.9%	5.4%	7.5%	11.4%
货币资金	8,304	8,556	8,127	9,437	偿债能力				
预付款项	151	179	217	270	流动比率	1.29	1.18	1.13	1.13
存货	531	592	738	905	速动比率	1.14	1.04	0.97	0.96
其他流动资产	3,401	3,549	4,786	5,683	现金比率	0.87	0.79	0.66	0.66
流动资产合计	12,387	12,877	13,868	16,295	资产负债率	46.9%	48.4%	49.2%	50.0%
长期股权投资	2,735	2,868	3,026	3,172	经营效率				
固定资产	2,376	2,342	2,274	2,222	总资产周转率	0.39	0.45	0.52	0.57
无形资产	2,838	3,865	4,867	5,881	每股指标 (元)				
非流动资产合计	11,168	12,641	14,013	15,433	每股收益	0.06	0.19	0.29	0.49
资产合计	23,555	25,517	27,881	31,729	每股净资产	3.34	3.53	3.82	4.31
短期借款	3,355	3,355	3,355	3,355	每股经营现金流	0.08	0.62	0.41	0.89
应付账款及票据	832	939	1,164	1,431	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	5,387	6,593	7,733	9,618	估值分析				
流动负债合计	9,574	10,886	12,252	14,405	PE	433.17	136.47	90.30	52.74
长期借款	826	826	826	826	PB	7.24	7.37	6.81	6.03
其他长期负债	637	637	637	637					
非流动负债合计	1,463	1,463	1,463	1,463					
负债合计	11,037	12,349	13,715	15,868					
股本	3,434	3,434	3,434	3,434					
少数股东权益	1,057	1,053	1,062	1,065					
股东权益合计	12,518	13,168	14,166	15,861					
负债和股东权益合计	23,555	25,517	27,881	31,729					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘波（联系人）：17年计算机产业经验，主要覆盖工业软件、国产化方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。