

绩效考核彰显信心，股权激励保驾护航 买入（维持）

2020年05月22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	10,220	12,732	15,847
同比（%）	10.5%	20.1%	24.6%	24.5%
归母净利润（百万元）	1,183	1,189	1,728	2,857
同比（%）	93.3%	0.5%	45.3%	65.4%
每股收益（元/股）	0.36	0.37	0.53	0.88
P/E（倍）	103.97	103.45	71.20	43.04

事件：5月21日公司发布激励计划，拟向激励对象授予股票权益合计不超过2,344.3961万份/万股，约占本激励计划公告时公司股本总额3,248,721,271股的0.722%。其中股票期权496.33万份，公司限制性股票1,848.0661万股。

投资要点

- 3.0发展进入关键阶段，激励计划保驾护航：**从2020年开始，未来3年是用友3.0战略推进的第二个阶段，公司发展进入到关键时期。本次股权激励计划授予股票期权的行权价格为每份37.47元，限制性股票的授予价格为12.23元/股。其中限制性股票来源为公司从二级市场回购的A股普通股，回购自2019年1月至7月进行，实际回购19,186,721股共计4.69亿元，回购均价为24.45元/股，其中18,480,661股用于本轮激励。此轮激励计划授予的激励对象总人数为1,696人，约占截止到2019年12月31日在册员工总数17,271人的9.82%，覆盖到大部分的核心人员。公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计未超过公司股本总额的10%。此轮激励计划进一步建立、健全了公司长效激励机制，有助于吸引和留住优秀人才，充分调动公司骨干员工的积极性，将股东利益、公司利益和骨干员工利益有效结合，使各方共同关注公司的长远发展，进而确保公司发展战略和经营目标的实现。
- 云服务战略再起航，百亿绩效考核目标彰显信心：**公司明确战略目标是成为全球领先的社会级企业云服务平台，服务千万客户、十万生态、亿级社员。激励计划中，股票期权的考核条件为2022年营业收入达到1,470,469万元、云服务业务收入达到983,663万元、归母扣非净利润达到132,314万元，且2023年度营业收入增长率同比不低于10%。根据公司的绩效考核要求，2022年的云计算收入占比为66.89%，较2019年末23%的占比大幅提高，对应云业务的复合增速达到70.92%；归母扣非净利润复合增速为25%。限制性股票的行权条件为以2019年“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和为基数，2021/2022年度“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和的增长率不低于20%/30%。较高的考核目标彰显管理层对公司发展的信心。
- 盈利预测与投资评级：**预计2020-2022年归母净利润为11.89/17.28/28.57亿元，EPS为0.37/0.53/0.88元，对应PE为103/71/43倍。我们看好公司后续产品竞争力的提升，同时国产化替代空间广阔，大型企业集团案例今年有望放量落地，龙头地位更加牢固。新一期股权激励计划，一方面激活员工积极性，另一方面坚定市场对公司长期发展信心，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)	37.86
一年最低/最高价	16.81/42.04
市净率(倍)	13.62
流通A股市值(百万元)	122499.77

基础数据

每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	51.76
总股本(百万股)	3248.72
流通A股(百万股)	3235.60

相关研究

- 《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
- 《用友网络(600588)：云业务新增客户占比过半，翻倍增长可期》2020-03-29
- 《用友网络(600588)》2020-02-24

用友网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,168	9,001	12,212	12,383	营业收入	8,510	10,220	12,732	15,847
现金	7,147	5,622	8,153	7,722	减: 营业成本	2,942	3,097	3,715	4,101
应收账款	1,234	1,917	2,009	2,878	营业税金及附加	113	135	168	210
存货	23	24	32	30	营业费用	1,634	1,840	2,164	2,535
其他流动资产	1,764	1,438	2,018	1,753	管理费用	1,389	3,424	4,201	5,071
非流动资产	7,370	7,911	8,687	9,597	财务费用	118	154	161	156
长期股权投资	1,782	1,871	1,962	2,059	资产减值损失	-36	0	0	0
固定资产	2,510	2,933	3,577	4,378	加: 投资净收益	287	128	147	166
在建工程	0	89	191	270	其他收益	235	59	73	92
无形资产	870	825	765	696	营业利润	1,405	1,757	2,542	4,031
其他非流动资产	2,208	2,193	2,193	2,194	加: 营业外净收支	-1	-2	-1	-1
资产总计	17,538	16,912	20,899	21,980	利润总额	1,404	1,755	2,542	4,030
流动负债	9,112	7,623	10,035	8,258	减: 所得税费用	83	247	337	483
短期借款	4,236	4,236	4,236	4,236	少数股东损益	138	319	477	689
应付账款	597	511	818	650	归属母公司净利润	1,183	1,189	1,728	2,857
其他流动负债	4,280	2,876	4,981	3,373	EBIT	1,449	1,822	2,594	4,051
非流动负债	132	139	151	159	EBITDA	1,783	2,071	2,865	4,369
长期借款	45	52	64	72	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	87	87	87	87	每股收益(元)	0.36	0.37	0.53	0.88
负债合计	9,244	7,761	10,185	8,416	每股净资产(元)	2.21	2.37	2.71	3.37
少数股东权益	1,122	1,440	1,918	2,607	发行在外股份(百万股)	2504	3249	3249	3249
归属母公司股东权益	7,173	7,711	8,796	10,957	ROIC(%)	11.7%	13.0%	17.1%	23.2%
负债和股东权益	17,538	16,912	20,899	21,980	ROE(%)	15.9%	16.5%	20.6%	26.1%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	65.4%	69.7%	70.8%	74.1%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	13.9%	11.6%	13.6%	18.0%
经营活动现金流	1,533	-47	4,142	1,377	资产负债率(%)	52.7%	45.9%	48.7%	38.3%
投资活动现金流	-183	-603	-827	-970	收入增长率(%)	10.5%	20.1%	24.6%	24.5%
筹资活动现金流	-155	-875	-784	-838	净利润增长率(%)	93.3%	0.5%	45.3%	65.4%
现金净增加额	1,189	-1,526	2,531	-431	P/E	103.97	103.45	71.20	43.04
折旧和摊销	334	249	271	318	P/B	17.15	15.95	13.98	11.23
资本开支	376	452	686	813	EV/EBITDA	67.97	59.39	42.22	27.95
营运资本变动	-31	-1,771	1,726	-2,385					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>