



公司管理层调整，加速转型企业级云服务商

投资评级：买入（维持）

主要观点：

事件概述

公司发布总裁变更公告，根据业务发展需要，经公司第八届董事会第十三次会议审议通过，决定聘任董事长王文京先生兼任公司总裁，任期至公司 2022 年年度股东大会选举出新一届董事会并聘任公司高级管理人员之日止。陈强兵先生不再担任公司总裁职务，其工作另有任用。

董事长兼任总裁，三方面助力公司加快发展

我们认为王董事长兼任总裁后，有望在三方面协助公司更好更快发展：

1) **加大云业务投入，理顺产品研发体系。**王董事长多年从事企业级软件市场的一线工作，对客户需求和产品打磨方面具有丰富的经验，具备技术、业务、管理、市场等多方面的能力，是国内企业级服务市场的顶尖人才。当前用友面临企业数字化、智能化、国产化浪潮下的巨大新机遇，而强大的产品竞争力是公司发展的立身之本。因此王董事长兼任总裁后，有望促使公司在产品研发方面凝聚共识、加大投入，理顺研发体系架构，助力公司产品力的进一步提升。

2) **加大兼并收购，完善产业生态。**我们认为用友不仅仅是一家云软件企业，同时更是一个企业级市场的平台服务商、生态缔造者。因此，在加大产品投入、打磨核心产品的同时，用友同样需要扩大面向企业级客户的产品矩阵。而通过兼并收购的方式来完善自身产品体系、打造产业生态是一个较为可行的做法。此次王董事长兼任总裁，有望使得公司在兼并收购方面的资源对接和体制机制更加顺畅，有利于公司加快兼并收购步伐，持续完善产业生态。

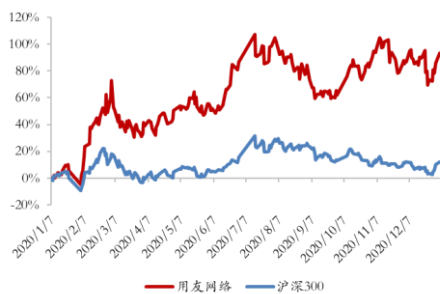
3) **加快再融资进度，促使金融业务良性发展。**公司于去年 6 月 30 日公布再融资计划，于 2020 年 6 月 30 日公告，拟转让畅捷支付 80.72% 的股权，于 2020 年 12 月 29 日公告，拟转让银杏海股权基金 20% 股权，更好聚焦云服务主业。我们认为，用友一方面通过再融资强化云业务投入，另一方面通过逐步剥离金融业务聚焦云服务主业，发展战略更加清晰。王董事长兼任总裁后，有望加快再融资和股权转让的进程，促使云业务更加聚焦，同时金融业务也有望保持良性发展。

YonBIP 投入力度不减，云优先战略加速落地

YonBIP 投入力度不减。公司于 2020 年 6 月 30 日发布再融资计划，拟募资 64.3 亿加大业务投入，其中 45.97 亿元用于 YonBIP 产品的研发建设。此后公司于 9 月 4 日和 12 月 29 日两次调整定增募资金额，主要因为期间的多次财务性投资而相应调减了“补充流动资金和归还银行借款”的募资项目，而对 YonBIP 项目的募资投入力度并未减少。我们认为 YonBIP 作为公司的战略级产品，有望带领公司在云时代继续抓住市场机遇，取得领先优势。

报告日期：	2021-01-05
收盘价（元）	46.60
近 12 个月最高/最低（元）	54.35/22.42
总股本（百万股）	3270.45
流通股本（百万股）	3250.70
流通股比例（%）	99.40
总市值（亿元）	1524.03
流通市值（亿元）	1514.83

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司研究_计算机行业_深度报告_用友网络：企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来》 2020-08-25
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：云业务持续增长，YonBIP 战略发布》 2020-08-31
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：Q3 云业务提速，云优先战略持续推进》 2020-11-02

YonBIP 有望助力构建产业生态。YonBIP 具备技术中台、数据中台、智能中台和业务中台，全面支撑财务云、人力云、协同云、营销云、采购云、制造云、供应链云、金融云等八大领域云。同时，YonBIP 底层的低代码开发平台 YonBuilder 和集成连接平台 APILink 能够对接企业和行业 ISV，帮助用友携手合作伙伴共同服务企业客户，构筑产业生态。

依托 YonBIP，积极把握企业云化和国产化浪潮，云优先战略加速落地。当前用友面临企业云化和国产化的巨大机遇，一方面技术、政策、内生需求驱动企业上云转型，另一方面信创有望从底层的服务器操作系统向上层的应用软件延伸，Oracle 在云时代的投入放缓给予了用友国产替代的空间。公司有望依托商业创新平台 YonBIP，积极把握大型、巨型企业上云转型和国产化的浪潮，实现新三十年的新成长。因此，我们认为公司将在未来的 3-5 年持续进行云业务的投入、践行云优先发展战略，最终成长为国内企业级云服务的巨头。

投资建议

公司由董事长兼任总裁，通过再融资加大云业务投入，同时逐步剥离金融业务聚焦云服务主业，我们持续看好公司向企业级云服务商和商业创新平台提供商转型的发展前景。预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 87.4/106.4/143.0 亿元，同比增长 2.7%/21.8%/34.4%。预计实现归母净利润 6.6/7.8/14.9 亿元，同比增长-43.9%/17.1%/91.1%。公司“软件+云”业务的收入有望继续保持增长，且伴随云业务占比提升，增速有望加快。我们预估公司 2022 年实现“软件+云”收入 124 亿元，给予 15 倍 PS，公司合理估值有望达到 1860 亿元，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,510	8,738	10,639	14,302
收入同比 (%)	10.5%	2.7%	21.8%	34.4%
归属母公司净利润	1,183	664	778	1,486
净利润同比 (%)	93.3%	-43.9%	17.1%	91.1%
毛利率 (%)	65.4%	63.6%	63.8%	65.2%
ROE (%)	17.2%	9.2%	10.5%	18.3%
每股收益 (元)	0.47	0.20	0.24	0.46
P/E	60.11	211.16	180.26	94.33
P/B	9.91	19.50	18.43	16.17
EV/EBITDA	40.58	132.51	116.69	68.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示

- 1) 国内外疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；
- 2) 信创产业推进速度不及预期；
- 3) 企业上云政策力度放缓，上云积极性不及预期；
- 4) 中美贸易摩擦加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,168	9,256	12,028	16,475	营业收入	8,510	8,738	10,639	14,302
现金	7,147	6,459	8,690	12,688	营业成本	2,942	3,184	3,856	4,981
应收账款	1,368	1,104	1,322	1,155	营业税金及附加	113	116	141	189
其他应收款	456	469	570	767	销售费用	1,634	1,805	2,206	2,878
预付账款	90	93	113	152	管理费用	3,019	3,095	3,789	4,876
存货	23	25	33	43	财务费用	118	85	90	102
其他流动资产	1,084	1,132	1,333	1,713	资产减值损失	172	141	169	149
非流动资产	7,370	8,367	8,229	8,399	公允价值变动收益	235	0	0	0
长期投资	1,782	1,782	1,782	1,782	投资净收益	287	133	159	183
固定资产	2,510	2,355	2,211	2,075	营业利润	1,405	788	923	1,764
无形资产	870	1,063	1,285	1,540	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	2,208	3,168	2,951	3,002	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	17,538	17,623	20,257	24,874	利润总额	1,404	788	923	1,764
流动负债	9,112	9,147	11,275	14,657	所得税	83	46	54	104
短期借款	4,326	4,227	5,147	6,919	净利润	1,321	741	869	1,660
应付账款	597	455	713	660	少数股东损益	138	78	91	174
其他流动负债	4,190	4,464	5,414	7,078	归属母公司净利润	1,183	664	778	1,486
非流动负债	132	87	87	87	EBITDA	1,860	1,089	1,238	2,100
长期借款	45	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.20	0.24	0.46
其他非流动负债	87	87	87	87					
负债合计	9,244	9,234	11,361	14,743					
少数股东权益	1,122	1,199	1,290	1,464	主要财务比率				
股本	2,504	3,249	3,249	3,249	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	1,762	1,766	1,868	2,129	成长能力				
留存收益	2,907	2,175	2,488	3,289	营业收入	10.46%	2.69%	21.75%	34.43%
归属母公司股东权益	7,173	7,190	7,606	8,667	营业利润	48.93%	-43.91%	17.14%	91.10%
负债和股东权益	17,538	17,623	20,257	24,874	归属于母公司净利润	93.26%	-43.88%	17.14%	91.10%
					获利能力				
					毛利率 (%)	65.42%	63.56%	63.76%	65.17%
					净利率 (%)	13.90%	7.60%	7.31%	10.39%
					ROE (%)	17.22%	9.24%	10.51%	18.27%
					ROIC (%)	10.64%	6.86%	8.07%	13.56%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	52.71%	52.39%	56.09%	59.27%
					净负债比率 (%)	-33.48%	-26.59%	-39.83%	-56.94%
					流动比率	1.12	1.01	1.07	1.12
					速动比率	1.11	1.01	1.06	1.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.50	0.56	0.63
					应收账款周转率	5.92	7.07	8.77	11.55
					应付账款周转率	5.59	6.05	6.60	7.26
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.20	0.24	0.46
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.36	0.60	0.91
					每股净资产 (最新摊薄)	2.86	2.21	2.34	2.67
					估值比率				
					P/E	60.1	211.2	180.3	94.3
					P/B	9.9	19.5	18.4	16.2
					EV/EBITDA	40.58	132.51	116.69	68.99

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究所所长、TMT 首席分析师, 2010、2012 年新财富最佳分析师计算机行业第一。

联系人: 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 四年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

联系人: 赵阳, 厦门大学硕士, 七年产业工作经验, 曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司, 从事 5G、车联网产业工作。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

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;

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。市场基准指数为沪深 300 指数。