

2021年01月05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

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

董事长兼任总裁，整合资源聚焦企业互联网赛道 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,510	8,391	10,844	14,773
同比 (%)	10.5%	-1.4%	29.2%	36.2%
归母净利润 (百万元)	1,183	916	1,367	1,983
同比 (%)	93.3%	-22.6%	49.2%	45.1%
每股收益 (元/股)	0.36	0.28	0.42	0.61
P/E (倍)	128.83	166.41	111.52	76.84

事件: 1月5日公司发布关于变更公司总裁的公告, 公司董事会聘任董事长王文京兼任公司总裁, 陈强兵先生工作另有任用。

投资要点

■ **董事长兼任总裁，聚焦企业互联网赛道：**目前用友面临两大历史机遇：一是 ERP 国产化，尤其是国企在未来两年迎来国产窗口机遇期；二是企业互联网数字化浪潮。企业互联网是千亿级赛道，其推广模式、产品设计、盈利模式等与传统 B 端产品有显著差异，需要公司内部不同部门、外部客户、产业生态的高度协调整合，王文京先生作为企业互联网理念的倡导者对此理解深刻，同时可以更好协调内外资源，提升公司的聚合和执行力，本次调整彰显公司聚焦企业互联网赛道的决心和信心。

■ **YonBIP 平台真正实现产业互联互通，千亿营收目标可期：**BIP 是为产业互联网赋能的工具，是端到端打通企业上下游的平台，而并非仅采用云原生、微服务架构等技术重写扩充的 ERP。在 BIP 上，通过统一的数据中台形成企业主数据和商品主数据，从而实现企业统一账户的形成和统一的画像标签，进一步可以实现上下游信息的一致性和主动推送；而 BIP 统一的业务中台又保证了 BIP 平台的通用性和普适性。BIP 不仅带来增量软件服务空间和商业模式 SaaS 化，还可以切入企业采购销售环节拓展全产业链数据互通共享的增值服务、智能服务，空间远超过软件 SaaS 化的收费。用友 YonBIP 平台发布集中体现了公司对企业互联网和未来商业的理解和布局，实现了公司云 ERP（偏重企业内部管理，灵活部署）、PaaS 平台（混合云）、YonBIP 平台（偏重外部产业链管理，公有云部署）的一体化整合和打通。在央企国产和云化带动下，用友未来两年云业务仍有望保持 70% 复合增长。公司基于以平台化服务、生态化发展为核心理念的 YonBIP，制定了服务超过千万家的企业客户、汇聚超过十万家企业服务的生态伙伴、连接超过亿人的社群，实现千亿营收的发展目标，体现出公司的战略考量和坚定信心。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年收入 83.91/108.44/147.73 亿元，归母净利润为 9.16/13.67/19.83 亿元，EPS 为 0.28/0.42/0.61 元，对应 PE 为 166/112/77 倍。对比美股二十多家云公司的估值情况，收入增速是影响 PS 的核心因素。统计显示在 95% 置信水平下，PSG 落在 0.5-0.7 区间。目前用友的云业务复合增速 70%，对标海外即使采取统计下限给予 0.5PSG（对应 35PS），那么 2021 年云业务可给予 2023 亿市值，传统软件业务给予 300 亿，分部估值情况下公司估值下限可达 2323 亿，对应整体 PS 为 21，考虑公司云业务的高成长性，相对目前 A 股其它云公司和港股金蝶国际也并无溢价。如果考虑 YonBIP 具有互联网属性，龙头地位也应该给予一定溢价的话，公司合理市值在 2500 亿左右，对应目标价 76.45 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**YonBIP 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)	46.60
一年最低/最高价	22.46/54.35
市净率(倍)	23.78
流通 A 股市值(百万元)	151470.97

基础数据

每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	53.31
总股本(百万股)	3270.20
流通 A 股(百万股)	3250.45

相关研究

- 1、《用友网络 (600588)：云业务收入恢复高速增长，全年业绩目标不变》2020-11-01
- 2、《用友网络 (600588)：合同负债高增，大型企业上云大潮即将到来》2020-08-30
- 3、《用友网络 (600588)：从企业级到社会级，定增加码创新云平台 YonBIP 建设》2020-07-02

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	8,478	11,644	10,426	营业收入	8,510	8,391	10,844	14,773
现金	7,147	5,851	7,615	6,178	减:营业成本	2,942	2,475	3,091	3,896
应收账款	1,234	1,353	1,991	2,565	营业税金及附加	113	111	144	196
存货	23	15	32	27	营业费用	1,634	1,678	2,169	2,955
其他流动资产	1,764	1,259	2,006	1,657	管理费用	1,389	2,937	3,795	5,171
非流动资产	7,370	7,237	8,019	9,233	财务费用	118	134	148	178
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	2,353	2,987	4,048	加:投资净收益	287	179	228	211
在建工程	0	-5	112	237	其他收益	235	0	0	0
无形资产	870	825	765	696	营业利润	1,405	1,235	1,726	2,589
其他非流动资产	2,208	2,193	2,193	2,194	加:营业外净收支	-1	2	3	2
资产总计	17,538	15,716	19,663	19,659	利润总额	1,404	1,237	1,728	2,592
流动负债	9,112	6,829	9,817	8,140	减:所得税费用	83	128	140	239
短期借款	4,236	4,236	4,236	4,236	少数股东损益	138	194	222	370
应付账款	597	288	818	576	归属母公司净利润	1,183	916	1,367	1,983
其他流动负债	4,280	2,305	4,764	3,328	EBIT	1,449	1,300	1,784	2,643
非流动负债	132	113	129	151	EBITDA	1,783	1,536	2,028	2,939
长期借款	45	26	42	64					
其他非流动负债	87	87	87	87	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	9,244	6,942	9,946	8,291	每股收益(元)	0.36	0.28	0.42	0.61
少数股东权益	1,122	1,315	1,537	1,907	每股净资产(元)	2.19	2.28	2.50	2.89
归属母公司股东权益	7,173	7,459	8,179	9,462	发行在外股份(百万 股)	2504	3270	3270	3270
负债和股东权益	17,538	15,716	19,663	19,659	ROIC(%)	11.7%	9.9%	13.1%	17.3%
					ROE(%)	15.9%	12.6%	16.3%	20.7%
						65.4%	70.5%	71.5%	73.6%
					毛利率(%)				
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	13.9%	10.9%	12.6%	13.4%
经营活动现金流	1,533	-508	3,333	709	资产负债率(%)	52.7%	44.2%	50.6%	42.2%
投资活动现金流	-183	76	-797	-1,300	收入增长率(%)	10.5%	-1.4%	29.2%	36.2%
筹资活动现金流	-155	-864	-772	-847	净利润增长率(%)	93.3%	-22.6%	49.2%	45.1%
现金净增加额	1,189	-1,296	1,764	-1,438	P/E	128.83	166.41	111.52	76.84
折旧和摊销	334	236	244	296	P/B	21.25	20.43	18.63	16.11
资本开支	376	-222	691	1,118	EV/EBITDA	84.44	98.95	74.18	51.82
营运资本变动	-31	-1,809	1,581	-1,906					

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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>