

2021年01月13日

分拆畅捷通 A 股上市，聚焦云转型

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:	54.85/29.3
目标价格:		总市值(亿)	1,429.84
最新收盘价:	43.72	自由流通市值(亿)	1,421.21
		自由流通股数(百万)	3,250.70

事件概述

1月13日，用友网络科技股份有限公司控股子公司畅捷通信息技术股份有限公司董事会已审议通过其拟首次公开发行人民币普通股（A股）并在中国境内证券交易所上市的初步方案。

► 控股子公司畅捷通拟 A 股上市，有利于拓展融资渠道，加速云转型

畅捷通本次拟向社会公众首次公开发行人民币普通股（A股）不超过发行后畅捷通股本总额的 15%（即不超过 3833 万股）。用友网络直接持有畅捷通约 61.85% 股份，并通过子公司用友优普、用友幸福 2 家公司间接持有畅捷通约 3.83% 股份，共计持股约 65.68%。畅捷通本次 A 股发行完成后，用友仍是畅捷通的控股股东，仍并入用友网络合并报表范围内。我们认为，尽管畅捷通因为新股发行将导致用友持股比例被稀释，但是在 A 股上市更有利于畅捷通多元化拓宽融资渠道并提高融资能力，促进其向云服务业务转型及发展，进一步提升其在中国境内市场的影响力，进而有助于提升用友网络未来的整体盈利水平。

► 公司推行“聚焦-强化-放权”三步走战略，抓住时代机遇弯道超车

我们复盘下半年以来用友的重要举措：1) 2020年7月1日，发布定增预案拟募资64亿元投入YonBIP建设项目。同时将畅捷通80.72%的股权转给融联科技。2) 2020年11月24日，分拆用友汽车科创板上市。3) 2021年1月5日，实控人王文京兼任总裁。4) 2021年1月14日，畅捷通拟A股上市。

上述举措看似相对独立，实则用友在推行“聚焦-强化-放权”三步走战略，变革组织管理，梳理业务格局，提升管理能效，加速全面云转型。第一步，业务聚焦，加大核心业务YonBIP投入，剥离非核心业务，这个是云转型的前提。第二步，强化管理，实控人出任总裁，强化资源整合能力，为云转型提供保障。第三步，放权，分拆非核心业务子公司融资上市，解决子公司人员激励问题。整个战略一收一放，化繁为简，确保公司最终实现全面云转型，为将来抢占大型企业甚至超大型企业市场奠定基础，抓住产业SaaS转型趋势和国产替代的窗口期，实现弯道超车，成长为中国企业级SaaS领域真正的领军企业。

投资建议

考虑到疫情对公司项目进度延误的影响，我们维持对公司的盈利预测：预计2020-2022年公司的营业收入为92.2/115/156亿元，归母净利润为11.8/15.8/24.9亿元，每股收益（EPS）为0.36/0.49/0.77元，对应的PE分别为124/93/59倍。考虑到用友云服务业务增长的高度确定性和千亿级成长空间，此前我们给出的2021年目标价不作调整，估值1：给予公司2022年80倍PE，目标市值为1994亿元；估值2：采用P/OCF估值法，给予公司2022年36倍P/OCF，目标市值为2001亿元，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示

1) 软件业务增长低于预期的风险；2) 云产品推广低于预期的风险；3) ERP行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	9,222	11,526	15,586

YoY (%)	21.4%	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,179	1,577	2,493
YoY (%)	57.3%	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%
毛利率 (%)	70.0%	65.4%	64.7%	65.4%	66.5%
每股收益 (元)	0.19	0.36	0.36	0.49	0.77
ROE	9.3%	16.5%	14.1%	15.9%	20.1%
市盈率	239.30	123.83	124.26	92.86	58.76

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SACNO: S1120520020002

联系电话:

分析师: 刘忠腾

邮箱: liuzt1@hx168.com.cn

SACNO: S1120520050001

联系电话: 0755-82533391

研究助理: 孔文彬

邮箱: kongwb@hx168.com.cn

SACNO:

联系电话:

研究助理: 吴祖鹏

邮箱: wuzp1@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)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,510	9,222	11,526	15,586	净利润	1,321	1,508	1,945	3,006
YoY (%)	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%	折旧和摊销	334	512	355	535
营业成本	2,942	3,252	3,992	5,224	营运资金变动	113	-20	1,396	2,287
营业税金及附加	113	131	160	215	经营活动现金流	1,533	1,967	3,558	5,559
销售费用	1,634	1,881	2,350	3,211	资本开支	-296	-602	-220	-177
管理费用	1,389	1,153	1,498	1,870	投资	-170	0	0	0
财务费用	118	43	9	-43	投资活动现金流	-183	-424	35	213
资产减值损失	-36	-9	-10	-13	股权募资	167	0	0	0
投资收益	287	179	254	391	债务募资	4,619	-1,847	260	196
营业利润	1,405	1,725	2,187	3,329	筹资活动现金流	-155	-1,993	148	74
营业外收支	-1	8	4	12	现金净流量	1,189	-449	3,741	5,847
利润总额	1,404	1,733	2,191	3,341	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	83	225	245	335	成长能力				
净利润	1,321	1,508	1,945	3,006	营业收入增长率	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%
归属于母公司净利润	1,183	1,179	1,577	2,493	净利润增长率	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%
YoY (%)	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.36	0.49	0.77	毛利率	65.4%	64.7%	65.4%	66.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	15.5%	16.3%	16.9%	19.3%
货币资金	7,147	6,698	10,440	16,286	总资产收益率 ROA	6.7%	6.7%	7.5%	9.5%
预付款项	90	99	119	158	净资产收益率 ROE	16.5%	14.1%	15.9%	20.1%
存货	23	38	38	50	偿债能力				
其他流动资产	2,908	3,407	3,168	2,882	流动比率	1.12	1.32	1.50	1.69
流动资产合计	10,168	10,241	13,765	19,377	速动比率	1.10	1.29	1.47	1.67
长期股权投资	1,782	1,782	1,782	1,782	现金比率	0.78	0.86	1.13	1.42
固定资产	2,510	2,249	2,097	1,790	资产负债率	52.7%	44.6%	44.3%	44.0%
无形资产	870	1,160	1,320	1,468	经营效率				
非流动资产合计	7,370	7,460	7,320	6,963	总资产周转率	0.49	0.52	0.55	0.59
资产合计	17,538	17,701	21,085	26,339	每股指标 (元)				
短期借款	4,236	2,389	2,649	2,845	每股收益	0.36	0.36	0.49	0.77
应付账款及票据	597	704	820	1,088	每股净资产	2.21	2.57	3.06	3.82
其他流动负债	4,280	4,675	5,737	7,521	每股经营现金流	0.47	0.61	1.10	1.71
流动负债合计	9,112	7,768	9,206	11,454	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	45	45	45	45	估值分析				
其他长期负债	87	87	87	87	PE	123.83	124.26	92.86	58.76
非流动负债合计	132	132	132	132	PB	12.86	17.03	14.33	11.45
负债合计	9,244	7,899	9,338	11,586					
股本	2,504	2,504	2,504	2,504					
少数股东权益	1,122	1,450	1,818	2,331					
股东权益合计	8,294	9,802	11,747	14,753					
负债和股东权益合计	17,538	17,701	21,085	26,339					

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。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件等。

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

吴祖鹏（研究助理）：2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等。

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。