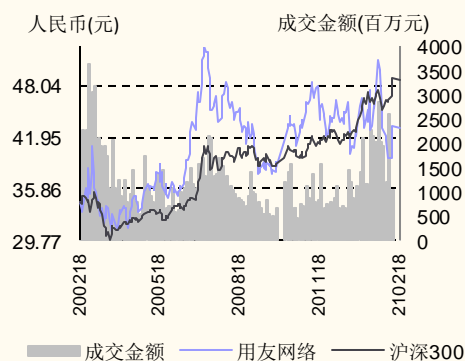


市场价格 (人民币): 42.94 元

深度聚焦 BIP, 加速云转型

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	32.71
已上市流通 A 股(亿股)	32.51
总市值(亿元)	1,404.49
年内股价最高最低(元)	52.65/30.80
沪深 300 指数	5768
上证指数	3675



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	9,859	11,484	14,168
营业收入增长率	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,194	1,389	1,793
归母净利润增长率	57.33%	93.26%	0.96%	16.30%	29.07%
摊薄每股收益(元)	0.319	0.472	0.368	0.428	0.552
每股经营性现金流净额	1.07	0.53	0.51	0.85	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	16.49%	14.26%	14.08%	15.25%
P/E	66.67	60.11	114.46	98.42	76.25
P/B	6.21	9.91	16.32	13.86	11.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

2月9日, 用友拟以人民币 2.83 亿元, 受让参股子公司大易云 56.57% 的股权。受让完成后, 公司将持有大易云 84.74% 股权, 大易云成为其控股子公司。

评论

收购大易云, 加速构筑用友云服务生态。 大易云是一家以企业招聘的运营与管理服务为主业 SAAS 服务提供商。公司深耕招聘领域多年, 2019 年我国 HCM SaaS 市场排名第四, 累计服务客户超 700 家, 商业模式为纯粹的公有云订阅服务模式。20 年实现营收 6248 万元, 其中订阅收入占比超 90%。我们认为公司通过收购大易云可进一步完善 YonBIP 在人力云领域的综合实力, 打开 HR SaaS 市场, 逐步构筑以 BIP 为核心的用友云服务生态。

组织架构调整和系列资本运作, 深度聚焦 BIP, 加速云转型。 我们认为近期公司一系列的架构调整和资本运作其主要目的就是战略聚焦 BIP, 加速云转型:

1、20 年 11 月 23 日, 公司拟将其控股子公司用友汽车分拆上市, 分拆瘦身后用友将更加聚焦云主业。

2、21 年 1 月 4 日, 董事长王文京先生再度出任公司总裁, 有利于协调集团上下全部资源, 全力贯彻云转型战略。

3、1 月 14 日, 公司子公司畅捷通拟回归 A 股上市。畅捷通是友友在小微企业服务市场的重要布局, 20 年前三季度收入 3.46 亿元, 同比+5%, 其中云服务收入 1.52 亿元, 同比+126%。用友 3.0 云转型战略下, 中国小微企业云服务市场潜力巨大, 通过回归 A 股市场拓宽融资渠道, 加速云化, 有助于拓宽长尾客户。

4、1 月 29 日, 公司披露 21 年计划总体增员 2500 人, 同比+10%; 重点增加研发与云服务运营人员, 其中研发人员增加 1500 人, 占比 60%; 新增研发人员主要投入 YonBIP 产品的持续研究与开发。彰显了公司加大研发投入、全力聚焦云转型的决心, 力图打造 BIP 产品成为公司在数智化、国产化、全球化三浪叠加的历史大机遇中的重要抓手。

投资建议

■ 预计 20-22 年净利润为 11.86、13.78、17.76 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 企业上云不及预期; 市场竞争加剧; 高端 ERP 市场国产替代不及预期;

相关报告

1. 《实控人亲自掌舵, 拥抱云转型大机遇-实控人亲自掌舵, 拥抱云转型...》, 2021.1.6
2. 《Q3 加速恢复, 云业务订单亮眼-用友网络三季报点评》, 2020.11.1
3. 《三重因素迎转折-用友网络跟踪报告》, 2020.10.23
4. 《深化云转型-用友网络覆盖报告》, 2020.9.2
5. 《云收入逆势高增, 转型发展再提速-用友网络 2019 年报点评》, 2020.3.30

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

邵广雨

联系人
shaoguanguyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,344	7,703	8,510	9,859	11,484	14,168	货币资金	4,022	5,531	7,147	7,155	7,686	10,402
增长率		21.4%	10.5%	15.9%	16.5%	23.4%	应收账款	1,860	1,899	1,824	2,118	2,337	2,751
主营业务成本	-1,812	-2,315	-2,942	-3,670	-4,196	-5,227	存货	32	22	23	26	26	30
%销售收入	28.6%	30.0%	34.6%	37.2%	36.5%	36.9%	其他流动资产	1,366	889	1,174	1,163	1,175	1,187
毛利	4,531	5,389	5,567	6,189	7,288	8,942	流动资产	7,279	8,340	10,168	10,463	11,224	14,370
%销售收入	71.4%	70.0%	65.4%	62.8%	63.5%	63.1%	%总资产	51.9%	54.8%	58.0%	58.2%	59.6%	65.0%
营业税金及附加	-95	-110	-113	-136	-162	-193	长期投资	2,406	2,380	2,877	2,927	2,987	3,047
%销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	2,420	2,519	2,510	2,522	2,529	2,531
销售费用	-1,417	-1,649	-1,634	-1,804	-2,090	-2,494	%总资产	17.2%	16.6%	14.3%	14.0%	13.4%	11.4%
%销售收入	22.3%	21.4%	19.2%	18.3%	18.2%	17.6%	无形资产	1,838	1,868	1,779	1,830	1,866	1,918
管理费用	-2,334	-1,465	-1,389	-1,558	-1,757	-2,069	非流动资产	6,755	6,881	7,370	7,508	7,622	7,746
%销售收入	36.8%	19.0%	16.3%	15.8%	15.3%	14.6%	%总资产	48.1%	45.2%	42.0%	41.8%	40.4%	35.0%
研发费用	0	-1,301	-1,630	-1,932	-2,354	-2,876	资产总计	14,034	15,221	17,538	17,971	18,846	22,116
%销售收入	0.0%	16.9%	19.2%	19.6%	20.5%	20.3%	短期借款	3,641	3,314	4,326	3,237	1,737	1,796
息税前利润 (EBIT)	685	864	802	759	925	1,310	应付款项	1,953	2,376	3,198	3,185	3,758	4,580
%销售收入	10.8%	11.2%	9.4%	7.7%	8.1%	9.2%	其他流动负债	1,331	1,658	1,589	1,827	2,065	2,480
财务费用	-169	-110	-118	-122	-120	-112	流动负债	6,925	7,348	9,112	8,250	7,560	8,856
%销售收入	2.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	长期贷款	305	172	45	55	67	80
资产减值损失	-299	-294	36	-1	9	22	其他长期负债	63	49	87	113	117	120
公允价值变动收益	0	0	235	0	0	0	负债	7,293	7,569	9,244	8,418	7,744	9,056
投资收益	72	101	287	300	320	350	普通股股东权益	5,849	6,571	7,173	8,377	9,866	11,759
%税前利润	10.4%	10.6%	20.5%	22.7%	21.0%	17.9%	其中：股本	1,464	1,918	2,504	2,504	2,504	2,504
营业利润	676	943	1,405	1,319	1,520	1,948	未分配利润	1,495	1,786	2,395	3,589	4,978	6,771
营业利润率	10.7%	12.2%	16.5%	13.4%	13.2%	13.7%	少数股东权益	892	1,081	1,122	1,177	1,237	1,302
营业外收支	10	7	-1	3	5	8	负债股东权益合计	14,034	15,221	17,538	17,971	18,846	22,116
税前利润	686	950	1,404	1,322	1,525	1,956	比率分析						
利润率	10.8%	12.3%	16.5%	13.4%	13.3%	13.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-126	-140	-83	-73	-76	-98	每股指标						
所得税率	18.3%	14.7%	5.9%	5.5%	5.0%	5.0%	每股收益	0.266	0.319	0.472	0.368	0.428	0.552
净利润	560	810	1,321	1,249	1,449	1,858	每股净资产	3.995	3.430	2.865	2.578	3.037	3.619
少数股东损益	171	198	138	55	60	65	每股经营现金净流	0.977	1.066	0.529	0.515	0.854	1.101
归属于母公司的净利润	389	612	1,183	1,194	1,389	1,793	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.1%	7.9%	13.9%	12.1%	12.1%	12.7%	回报率						
							净资产收益率	6.65%	9.32%	16.49%	14.26%	14.08%	15.25%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.77%	4.02%	6.75%	6.65%	7.37%	8.11%
							投入资本收益率	5.22%	6.60%	5.95%	5.57%	6.80%	8.32%
净利润	560	810	1,321	1,249	1,449	1,858	增长率						
少数股东损益	171	198	138	55	60	65	主营业务收入增长率	24.06%	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
非现金支出	512	541	298	230	240	248	EBIT 增长率	636.84%	26.13%	-7.18%	-5.38%	21.89%	41.69%
非经营收益	148	5	-408	-129	-140	-178	净利润增长率	97.11%	57.33%	93.26%	0.96%	16.30%	29.07%
营运资金变动	210	686	113	-62	589	830	总资产增长率	15.46%	8.46%	15.23%	2.47%	4.87%	17.35%
经营活动现金净流	1,430	2,043	1,325	1,289	2,138	2,758	资产管理能力						
资本开支	-449	-483	-296	-299	-287	-315	应收账款周转天数	89.3	68.3	56.3	50.0	46.0	43.0
投资	-2,397	486	-170	-50	-60	-60	存货周转天数	6.7	4.2	2.8	2.5	2.2	2.0
其他	105	149	283	300	320	350	应付账款周转天数	89.5	71.6	65.3	65.0	63.5	66.0
投资活动现金净流	-2,740	152	-183	-49	-27	-25	固定资产周转天数	120.7	98.2	107.6	91.9	77.8	62.1
股权募资	176	232	167	10	100	100	偿债能力						
债权募资	1,219	-462	909	-1,052	-1,485	76	净负债/股东权益	-1.13%	-26.73%	-36.15%	-42.75%	-54.97%	-66.98%
其他	-830	-531	-1,237	-191	-195	-192	EBIT 利息保障倍数	4.1	7.9	6.8	6.2	7.7	11.7
筹资活动现金净流	566	-760	-162	-1,233	-1,580	-16	资产负债率	51.97%	49.73%	52.71%	46.84%	41.09%	40.95%
现金净流量	-744	1,434	980	8	531	2,717							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	8	27	35	79
增持	0	0	4	7	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.21	1.04

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-02	买入	22.83	31.54~31.54
2	2019-08-19	买入	31.20	N/A
3	2019-10-31	买入	29.50	N/A
4	2020-03-30	买入	42.00	49.12~49.12
5	2020-09-02	买入	42.31	49.69~49.69
6	2020-10-23	买入	41.43	62.23~62.23
7	2020-11-01	买入	43.15	N/A
8	2021-01-06	买入	46.60	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402