

# 用友网络 (600588)

证券研究报告

2021年02月22日

## 并购大易云，深化云转型

**事件：**公司发布公告：拟以 2.83 亿元受让申刚正、王瑛等持有的上海大易云 56.57% 的股权。受让完成后，公司持有大易云 84.74% 股权，大易云成为公司的控股子公司。

**点评：**

### 人力资源是大赛道，HR 系统在企业信息化建设上有重要意义

据 iResearch 报告，2019 年我国 HR SaaS 市场规模 19.3 亿，预计 2023 年整体市场规模将达到 70.7 亿，复合增长率超过 38%。同时，人力资源是企业最基础、最核心的资源之一，HRM 系统在企业信息化建设中具有重要意义，以 HR 系统为中心，可实现异构系统间流程及数据做深度融合，公司在人力资源继续发力，意义重大。

### 大易云将在产品与渠道端与公司进行深度融合

大易云现有基础业务保持稳定发展，云招聘管理产品线续费率维持在 85-90%，同时具备了拓展新产品线的业务基础和渠道资源。大易云未来会在产品研发和市场推广方面保持高强度投入水平，销售费用率、研发费用率维持较高水平。在此基础上，未来云招聘管理产品线以外的新产品可以顺利上线与销售。大易云未来客户续费率有望突破更高水平。未来，大易云将全面成为用友人力云服务的重要组成部分，扩展了用友云服务的能力。用友网络将通过技术赋能、产品融合、客户和渠道共享等方式，继续发挥大易云招聘产品和客户成功服务体系的优势，在 YonBIP 云服务群中建立更丰富的连接和协同，并进一步推进融合创新，协同加强人才供应链、企业人才发展与管理等产品发展，打造一体化的 HR SaaS 业务模式，为招聘和整体人力云服务打开更为广阔的市场发展空间。

### 董事长出山以来，新战略、新制度持续落地，中大型企业云转型道路上，引领行业

自 1 月初正式出任 CEO 以来，董事长王文京进行了大刀阔斧的改革，加码云投入：1 月 29 日：2021 年，公司计划总体增员 2500 人，比上年末增加超过 10%，重点增加研发和云服务运营人员，其中研发人员增加 1500 人，占比 60%；2 月 9 日：公司增持大易云 56.57% 股权。在新战略、新制度的牵引下，公司有望在中大型企业云转型道路上，引领行业。

**投资建议：**预计公司 2021-2022 年实现收入 111.73、143.55 亿元，实现归属净利润 11.64、16.21 亿元，看好公司业务发展前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**并购整合进度不及预期、云产品落地不及预期、疫情反复对企业信息化投入影响，大易云业绩不及预期风险。

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.45 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,270.83
流通 A 股股本(百万股)	3,251.08
A 股总市值(百万元)	135,575.89
流通 A 股市值(百万元)	134,757.35
每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	53.31
一年内最高/最低(元)	54.85/34.13

### 作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《用友网络-季报点评:云业务增速亮眼，中大型客户收入提速》2020-11-01
- 《用友网络-半年报点评:云业务高速增长，不惧疫情持续加大人才引进》2020-08-30
- 《用友网络-公司点评:紧抓历史性机遇，大手笔定增布局未来》2020-07-01

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703.50	8,509.66	9,044.41	11,173.06	14,355.06
增长率(%)	21.44	10.46	6.28	23.54	28.48
EBITDA(百万元)	2,197.16	3,302.54	1,242.76	1,901.43	2,489.07
净利润(百万元)	612.13	1,182.99	674.75	1,163.90	1,620.71
增长率(%)	57.33	93.26	(42.96)	72.49	39.25
EPS(元/股)	0.19	0.36	0.21	0.36	0.50
市盈率(P/E)	231.15	119.61	209.70	121.57	87.30
市净率(P/B)	21.53	19.73	15.55	13.79	12.21
市销率(P/S)	18.37	16.63	15.64	12.66	9.86
EV/EBITDA	17.78	20.57	111.00	70.17	53.79

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,530.81	7,147.45	5,176.79	9,644.52	9,148.62	营业收入	7,703.50	8,509.66	9,044.41	11,173.06	14,355.06
应收票据及应收账款	1,505.23	1,367.52	2,441.00	1,274.35	3,499.11	营业成本	2,314.83	2,942.23	3,031.57	4,056.71	5,497.06
预付账款	65.64	90.46	77.24	141.34	155.97	营业税金及附加	110.29	112.62	128.10	155.36	197.64
存货	21.77	22.86	52.92	32.70	100.44	营业费用	1,648.80	1,633.78	1,718.44	1,955.29	2,153.26
其他	1,216.65	1,540.03	1,497.98	1,817.92	1,724.27	管理费用	1,464.94	1,389.01	1,447.11	1,396.63	1,579.06
<b>流动资产合计</b>	<b>8,340.11</b>	<b>10,168.32</b>	<b>9,245.93</b>	<b>12,910.83</b>	<b>14,628.40</b>	研发费用	1,300.73	1,630.13	1,808.88	2,011.15	2,583.91
长期股权投资	1,702.89	1,781.94	1,781.94	1,781.94	1,781.94	财务费用	109.61	117.79	117.79	117.79	117.79
固定资产	2,073.15	2,509.50	2,428.64	2,367.87	2,306.14	资产减值损失	294.13	(36.10)	120.00	196.43	317.64
在建工程	446.13	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	235.09	(4.44)	0.74	0.99
无形资产	917.01	870.24	678.22	486.20	294.17	投资净收益	100.56	287.20	160.00	200.00	160.00
其他	1,741.61	2,208.38	1,392.01	1,528.83	1,703.59	其他	(583.51)	(1,206.72)	(311.12)	(401.48)	(321.97)
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,880.79</b>	<b>7,370.07</b>	<b>6,316.81</b>	<b>6,234.43</b>	<b>6,157.61</b>	<b>营业利润</b>	<b>943.12</b>	<b>1,404.62</b>	<b>828.08</b>	<b>1,484.43</b>	<b>2,069.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,220.90</b>	<b>17,538.38</b>	<b>15,562.74</b>	<b>19,145.26</b>	<b>20,786.00</b>	营业外收入	16.23	8.76	14.23	13.07	12.02
短期借款	3,156.40	4,235.54	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	9.01	9.53	8.88	9.14	9.18
应付票据及应付账款	455.62	597.05	656.72	917.06	1,207.18	<b>利润总额</b>	<b>950.33</b>	<b>1,403.85</b>	<b>833.43</b>	<b>1,488.37</b>	<b>2,072.52</b>
其他	3,736.10	4,279.80	3,539.97	5,595.94	5,473.86	所得税	140.15	82.54	100.01	223.25	310.88
<b>流动负债合计</b>	<b>7,348.13</b>	<b>9,112.40</b>	<b>5,196.69</b>	<b>7,513.01</b>	<b>7,681.04</b>	<b>净利润</b>	<b>810.19</b>	<b>1,321.31</b>	<b>733.42</b>	<b>1,265.11</b>	<b>1,761.64</b>
长期借款	171.67	45.00	20.00	20.00	20.00	少数股东损益	198.06	138.32	58.67	101.21	140.93
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>612.13</b>	<b>1,182.99</b>	<b>674.75</b>	<b>1,163.90</b>	<b>1,620.71</b>
其他	49.14	86.79	66.32	67.42	73.51	每股收益(元)	0.19	0.36	0.21	0.36	0.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>220.81</b>	<b>131.79</b>	<b>86.32</b>	<b>87.42</b>	<b>93.51</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,568.93</b>	<b>9,244.19</b>	<b>5,283.01</b>	<b>7,600.42</b>	<b>7,774.55</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	1,081.27	1,121.56	1,180.23	1,281.44	1,422.37	<b>成长能力</b>					
股本	1,917.83	2,503.90	3,270.83	3,270.83	3,270.83	营业收入	21.44%	10.46%	6.28%	23.54%	28.48%
资本公积	2,120.76	1,762.11	1,762.11	1,762.11	1,762.11	营业利润	39.47%	48.93%	-41.05%	79.26%	39.43%
留存收益	4,733.89	5,153.93	5,828.67	6,992.57	8,318.25	归属于母公司净利润	57.33%	93.26%	-42.96%	72.49%	39.25%
其他	(2,201.78)	(2,247.30)	(1,762.11)	(1,762.11)	(1,762.11)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,651.96</b>	<b>8,294.19</b>	<b>10,279.73</b>	<b>11,544.84</b>	<b>13,011.45</b>	毛利率	69.95%	65.42%	66.48%	63.69%	61.71%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>15,220.90</b>	<b>17,538.38</b>	<b>15,562.74</b>	<b>19,145.26</b>	<b>20,786.00</b>	净利率	7.95%	13.90%	7.46%	10.42%	11.29%
						ROE	9.32%	16.49%	7.42%	11.34%	13.98%
						ROIC	15.51%	29.91%	20.92%	24.55%	84.80%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	49.73%	52.71%	33.95%	39.70%	37.40%
						净负债率	-26.73%	-33.48%	-39.01%	-73.57%	-61.53%
						流动比率	1.13	1.12	1.78	1.72	1.90
						速动比率	1.13	1.11	1.77	1.71	1.89
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.93	5.92	4.75	6.01	6.01
						存货周转率	287.42	381.36	238.69	260.97	215.64
						总资产周转率	0.53	0.52	0.55	0.64	0.72
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.19	0.36	0.21	0.36	0.50
						每股经营现金流	0.62	0.47	0.00	1.37	-0.06
						每股净资产	2.01	2.19	2.78	3.14	3.54
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	231.15	119.61	209.70	121.57	87.30
						市净率	21.53	19.73	15.55	13.79	12.21
						EV/EBITDA	17.78	20.57	111.00	70.17	53.79
						EV/EBIT	19.82	22.71	145.84	83.27	61.20

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com