

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

用友网络 (600588)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年03月08日

# 大额回购彰显信心，上下一致砥砺前行

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：朱松

zhusong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520070001

## 事项：

公司于3月6日发布公告，将以自有资金6-10亿元回购公司股份，用于未来员工的股权激励。

### 国信计算机观点：

1) **大额回购彰显公司信心。**公司此次的回购数额较大，不管在同一时期还是在同一类型公司来说，6-10亿的回购数量级都属于大手笔回购。在此次实施的时间限度方面，拟自董事会审议通过回购股份方案之日起6个月内实施，相较于回购规则一年时间的上限缩短了半年时间，同时，公司全体董事、监事、高级管理人员、控股股东及实际控制人、持股5%以上的股东未来3个月、未来6个月无减持公司股份的计划，这些都从侧面反应了公司对于自身价值的判断，也彰显了公司管理层对于公司自身价值的高度认可。

2) **公司面临战略机遇期，YonBIP有望成为胜负手。**目前对于国内整个ERP市场的玩家乃至整个企业服务市场的竞争者来说，都面临着重要的战略机遇期，即国产化浪潮、数字化浪潮以及国际化浪潮的叠加。公司作为ERP领域的领军企业、云计算领域的集大成者以及国际化趋势下的领跑者，有望在此次三浪叠加的历史机遇期下更进一步。在此机遇期下，公司推出了商业创新平台YonBIP，着眼于能够进行行业整合的巨头企业，为企业外部提供生态链的数字化服务，同时，YonBIP采取了云订阅为主的收费模式，有望进一步提高公司SaaS产品收入体量和质量。作为公司战略机遇期的重磅产品，公司拟通过定增的形式为YonBIP项目募资约46亿元，招聘各类技术和咨询人才数千名，通过YonBIP的研发与销售，进一步扩大自身在大型乃至巨型市场中的占有率，进一步提升公司云产品对于企业客户的粘性。

3) **中长期目标不变，王总上任助力前行。**公司2020年针对38名核心高管授予496.3万股的股票期权，业绩考核的目标为2022年营业总收入达到约147亿元，云服务收入达到约98亿元，扣非后归母净利润达到13.2亿元，公司这一中长期的目标仍未改变。同时，公司近期宣布王文京董事长将接替陈强兵的总裁位置，在公司的重要战略机遇期，王文京董事长的复出将继续加大研发投入做大做强公司产品，将进一步整合集团内部资源以及协调股东资源为公司前行铺路。

**投资建议：**公司目前是国内ERP和云计算领域的佼佼者，且所处赛道成长空间巨大，高额研发投入以及股权激励的绑定有望使得公司的竞争力进一步加强，**预计20-22年归母净利润9.82/12.86/15.85亿，对应EPS为0.30/0.39/0.48元，对应当前股价PE为110.2/84.2/68.3倍，维持“买入”评级。**

**风险提示：**云业务进展不畅；下游客户流失。

## 评论:

### ■ 大额回购彰显公司信心

公司此次的回购数额较大，不管在同一时期还是在同一类型公司来说，6-10 亿的回购数量级都属于大手笔回购。在此次实施的时间限度方面，拟自董事会审议通过回购股份方案之日起 6 个月内实施，相较于回购规则一年时间的上限缩短了半年时间，同时，公司全体董事、监事、高级管理人员、控股股东及实际控制人、持股 5% 以上的股东未来 3 个月、未来 6 个月无减持公司股份的计划，这些都从侧面反应了公司对于自身价值的判断，也彰显了公司管理层对于公司自身价值的高度认可。此次的回购，公司主要通过集中竞价交易方式进行回购，回购的价格不超过 42 元/股，回购后的股份主要作为库存股为未来的股权激励做准备。

**表 1: 用友网络股票回购具体内容**

项目	具体内容
回购资金总额	不低于人民币 6 亿元（含），不高于人民币 10 亿元（含）
回购价格	不超过人民币 42 元/股（含），该回购价格上限不高于董事会通过回购决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%；
回购期限	自董事会审议通过回购股份方案之日起 6 个月内；
回购资金来源	公司自有资金
回购股份用途	作为库存股用于未来员工股权激励的股份来源
回购方式	拟通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份
相关股东减持情况	公司董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人、持股 5% 以上股东在未来 3 个月、未来 6 个月无减持公司股份的计划

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 公司面临战略机遇期，YonBIP 有望成为胜负手

目前对于国内整个 ERP 市场的玩家乃至整个企业服务市场的竞争者来说，都面临着重要的战略机遇期，即国产化浪潮、数字化浪潮以及国际化浪潮的叠加。公司作为 ERP 领域的领军企业、云计算领域的集大成者以及国际化趋势下的领跑者，有望在此次三浪叠加的历史机遇期下更进一步。在此机遇期下，公司推出了商业创新平台 YonBIP，着眼于能够进行行业整合的巨头企业，为企业外部提供生态链的数字化服务，同时，YonBIP 采取了云订阅为主的收费模式，有望进一步提高公司 SaaS 产品收入体量和质量。作为公司战略机遇期的重磅产品，公司拟通过定增的形式为 YonBIP 项目募资约 46 亿元，招聘各类技术和咨询人才数千名，通过 YonBIP 的研发与销售，进一步扩大自身在大型乃至巨型企业市场中的占有率，进一步提升公司云产品对于企业客户的粘性。

**表 2: 用友网络定增项目一览（单位：元）**

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入额
1	用友商业创新平台 YonBIP 建设项目	459,713.00	459,713.00
2	用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目	62,787.00	62,787.00
3	补充流动资金及归还银行借款	10,508.51	10,508.51
合计		533,008.51	533,008.51

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 中长期目标不变，王总上任助力前行

公司 2020 年 5 月针对 38 名核心高管授予 496.3 万股的股票期权，股票行权价格为 37.47 元/股，业绩考核的目标为 2022 年营业总收入达到约 147 亿元，云服务收入达到约 98 亿元，扣非后归母净利润达到 13.2 亿元，公司这一中长期的目标仍未改变。同时，公司近期宣布王文京董事长将接替陈强兵的总裁位置，在公司的重要战略机遇期，王文京董事长的复出将继续加大研发投入做大做强公司产品，将进一步整合集团内部资源以及协调股东资源为公司前行铺路。

表 3: 用友网络股权激励内容 (2020.5)

股票期权行权期	公司业绩考核条件
第一个行权期	2022 年营业收入达到 1,470,469 万元; 2022 年云服务业务收入达到 983,663 万元; 2022 年归属于上市公司股东的扣除非经常损益后的净利润达到 132,314 万元。
第二个行权期	以 2022 年度营业收入为基数, 2023 年度营业收入增长率不低于 10%。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 投资建议

公司目前是国内 ERP 和云计算领域的佼佼者, 且所处赛道成长空间巨大, 高额的研发投入以及股权激励的绑定有望使得公司的竞争力进一步加强, 预计 20-22 年归母净利润 9.82/12.86/15.85 亿, 对应 EPS 为 0.30/0.39/0.48 元, 对应当前股价 PE 为 110.2/84.2/68.3 倍, 维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

云业务进展不畅; 下游客户流失。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7147	5482	6910	9533	营业收入	8510	9059	11000	14639
应收款项	1824	1861	2110	2607	营业成本	2942	3533	3806	5182
存货净额	23	28	30	42	营业税金及附加	113	109	132	176
其他流动资产	953	1015	1232	1640	销售费用	1634	1721	2189	2825
<b>流动资产合计</b>	<b>10168</b>	<b>8607</b>	<b>10503</b>	<b>14043</b>	管理费用	1389	3205	4083	5349
固定资产	2510	2425	2320	2187	财务费用	118	40	(52)	(72)
无形资产及其他	870	835	802	768	投资收益	287	200	180	140
投资性房地产	2208	2208	2208	2208	资产减值及公允价值变动	271	180	160	130
长期股权投资	1782	1832	1882	1932	其他收入	(1468)	350	400	500
<b>资产总计</b>	<b>17538</b>	<b>15908</b>	<b>17715</b>	<b>21138</b>	营业利润	1405	1180	1582	1949
短期借款及交易性金融负债	4326	20	20	20	营业外净收支	(1)	1	3	5
应付款项	597	739	804	1115	<b>利润总额</b>	<b>1404</b>	<b>1181</b>	<b>1585</b>	<b>1954</b>
其他流动负债	4190	6198	7428	9919	所得税费用	83	83	143	176
<b>流动负债合计</b>	<b>9112</b>	<b>6958</b>	<b>8252</b>	<b>11054</b>	少数股东损益	138	116	156	192
长期借款及应付债券	45	174	179	184	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1183</b>	<b>982</b>	<b>1286</b>	<b>1585</b>
其他长期负债	87	124	162	200					
<b>长期负债合计</b>	<b>132</b>	<b>298</b>	<b>341</b>	<b>384</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>9244</b>	<b>7256</b>	<b>8593</b>	<b>11438</b>	净利润	1183	982	1286	1585
少数股东权益	1122	1159	1210	1273	资产减值准备	(122)	(4)	(5)	(9)
股东权益	7173	7492	7911	8428	折旧摊销	312	304	305	306
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17538</b>	<b>15908</b>	<b>17715</b>	<b>21138</b>	公允价值变动损失	(271)	(180)	(160)	(130)
					财务费用	118	40	(52)	(72)
					营运资本变动	252	2080	859	1914
					其它	167	42	56	71
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1521</b>	<b>3224</b>	<b>2341</b>	<b>3738</b>
					资本开支	(254)	0	(1)	(1)
					其它投资现金流	(221)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(555)</b>	<b>(50)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>
					权益性融资	167	0	0	0
					负债净变化	(127)	129	5	5
					支付股利、利息	(798)	(662)	(867)	(1069)
					其它融资现金流	2332	(4306)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>650</b>	<b>(4839)</b>	<b>(862)</b>	<b>(1064)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1617</b>	<b>(1665)</b>	<b>1428</b>	<b>2623</b>
					货币资金的期初余额	5531	7147	5482	6910
					货币资金的期末余额	7147	5482	6910	9533
					企业自由现金流	2599	2840	1882	3227
					权益自由现金流	4804	(1374)	1934	3297

  

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.47	0.30	0.39	0.48
每股红利	0.32	0.20	0.27	0.33
每股净资产	2.86	2.29	2.42	2.58
ROIC	25%	6%	15%	26%
ROE	16%	13%	16%	19%
毛利率	65%	61%	65%	65%
EBIT Margin	29%	5%	7%	8%
EBITDA Margin	32%	9%	10%	10%
收入增长	10%	6%	21%	33%
净利润增长率	93%	-17%	31%	23%
资产负债率	59%	53%	55%	60%
息率	1.0%	0.8%	1.0%	1.3%
P/E	70.1	110.2	84.2	68.3
P/B	11.6	14.5	13.7	12.8
EV/EBITDA	33.6	145.5	106.7	84.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

- 《用友网络-600588-2020 年三季报点评：单三季度改善明显，云业务快速增长》 ——2020-11-02
- 《用友网络-600588-2020 年半年报点评：云收入快速增长，云战略持续推进》 ——2020-09-02
- 《用友网络-600588-2019 年报点评：云服务业务持续高增长，进入新战略发展阶段》 ——2020-03-30
- 《用友网络-600588-2019 年半年度报告点评：业绩超出市场预期，云服务与国产化步入快车道》 ——2019-08-19
- 《用友网络-600588-重大事件快评：工业互联网龙头再获肯定，国产 ERP 替代加速》 ——2019-06-24

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032