

大额回购用于激励，助推公司战略落地

买入|维持

事件：

公司于2021年3月5日收盘后发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》。

点评：

● 大额回购股份用于未来员工股权激励，有利于维护公司价值

公司本次回购股份作为库存股用于未来员工股权激励的股份来源，有利于维护公司价值，进一步建立、健全公司长效激励机制，将股东利益、公司利益和骨干员工利益有效结合，助推公司战略目标落地。回购股份资金总额为不低于人民币6亿元（含），不高于人民币10亿元（含）；回购价格为不超过人民币42元/股（含）；回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起6个月内；回购资金来源为公司自有资金。该议案已经在公司第八届董事会第十六次会议一致通过。

● 坚定推进云服务，增加1500名研发人员重点打造YonBIP等产品

目前，公司战略实施已进入到用友3.0-II阶段，将继续升维商业模式，加速云服务业务发展，构建和运营全球领先的企业云服务平台。YonBIP基于统一的技术平台和以中台为核心的思想构建，采用“大中台+小前台”的模式，平台开发过程中将业务提炼成公共组件并沉淀到业务中台、数据中台，开放给企业服务生态伙伴使用。YonBIP的建设将有效地支撑和运行客户的商业创新（业务创新、管理创新），未来将汇聚千万客户、十万伙伴、亿级社员（社群个人），实现千亿营收，创造出巨大的经济价值和社会价值，从而实现公司未来全球领先的企业云服务供应商的战略目标。

● “数智化、国产化、全球化”三浪叠加，公司作为行业龙头有望受益

在数字化转型大趋势下，我国企业对于企业级应用软件服务的需求持续增长，新一代基于云计算、SaaS服务的应用软件市场空间广阔。目前，数智化、国产化、全球化三浪叠加，驱动云计算行业呈现快速增长的态势，根据中国信通院的数据，2019年我国云计算整体市场规模达1334亿元，增速38.6%，其中，公有云市场规模达到689亿元，同比增长57.6%，预计2020-2022年仍将处于快速增长阶段，到2023年市场规模将超过2300亿元。公司作为行业龙头，有望充分受益于行业的发展。

● 投资建议与盈利预测

公司在传统企业管理软件领域深耕多年，行业地位稳固；云服务是战略发展方向，处于快速成长期，未来成长空间较为广阔。预测公司2020-2022年营业收入为92.87、110.08、129.04亿元，归母净利润为9.45、10.76、13.05亿元，EPS为0.29、0.33、0.40元/股，对应PE为114.54、100.69、83.00倍。公司处于云化转型的关键时期，研发等费用投入较多，净利润率偏低，采用PS估值法较为合理。公司过去五年PS主要运行在4-20倍之间，考虑到：全球科技产业变革下云服务业务的优势、公司坚定推动云转型且云服务业务呈现高速增长态势，PS估值水平有望维持，维持公司2021年18倍的目标PS，对应的目标价为60.58元，维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；云服务转型推进不及预期；新产品研发进展低于预期；人才流失；市场竞争加剧等。

当前价/目标价：33.11元/60.58元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：52.65 / 33.11

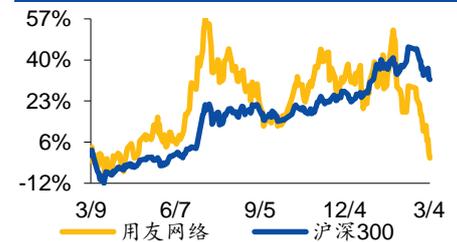
A股流通股（百万股）：3251.08

A股总股本（百万股）：3270.83

流通市值（百万元）：107643.33

总市值（百万元）：108297.17

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)事件点评：控股大易云，深度布局人力云服务》2021.02.17

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)事件点评：畅捷通拟于A股上市，提升整体盈利水平》2021.01.14

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7703.50	8509.66	9287.14	11007.92	12904.36
收入同比(%)	21.44	10.46	9.14	18.53	17.23
归母净利润(百万元)	612.13	1182.99	945.47	1075.56	1304.82
归母净利润同比(%)	57.33	93.26	-20.08	13.76	21.32
ROE(%)	9.32	16.49	11.86	12.68	14.21
每股收益(元)	0.19	0.36	0.29	0.33	0.40
市盈率(P/E)	176.92	91.55	114.54	100.69	83.00

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：用友网络过去 5 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8340.11	10168.32	12141.18	13161.56	14398.80
现金	5530.81	7147.45	8694.51	9211.73	9964.42
应收账款	1389.93	1234.21	1588.69	1918.57	2223.29
其他应收款	393.44	456.29	502.43	590.02	681.35
预付账款	65.64	90.46	96.21	111.99	130.08
存货	21.77	22.86	32.96	41.28	50.26
其他流动资产	938.51	1217.05	1226.36	1287.98	1349.40
非流动资产	6880.79	7370.07	6853.94	7171.73	7525.17
长期投资	1702.89	1781.94	1803.27	1846.52	1869.61
固定资产	2073.15	2509.50	2507.22	2509.10	2524.74
无形资产	875.92	870.24	1011.30	1156.20	1311.25
其他非流动资产	2228.83	2208.38	1532.15	1659.91	1819.57
资产总计	15220.90	17538.38	18995.12	20333.29	21923.98
流动负债	7324.16	9112.40	9644.42	10310.79	11027.08
短期借款	3156.40	4235.54	4346.42	4565.32	4696.58
应付账款	455.62	597.05	684.88	803.15	930.75
其他流动负债	3712.13	4279.80	4613.12	4942.32	5399.75
非流动负债	244.78	131.79	137.95	168.15	196.22
长期借款	171.67	45.00	66.32	89.89	115.85
其他非流动负债	73.11	86.79	71.63	78.26	80.37
负债合计	7568.93	9244.19	9782.37	10478.94	11223.30
少数股东权益	1081.27	1121.56	1237.98	1368.68	1520.71
股本	1917.83	2503.90	3270.83	3270.83	3270.83
资本公积	2120.76	1762.11	1010.94	1010.94	1010.94
留存收益	2613.13	3391.81	3686.27	4210.91	4899.11
归属母公司股东权益	6570.70	7172.63	7974.78	8485.68	9179.96
负债和股东权益	15220.90	17538.38	18995.12	20333.29	21923.98

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2042.65	1533.04	1898.91	1247.63	1596.82
净利润	810.19	1321.31	1061.89	1206.26	1456.85
折旧摊销	246.51	334.32	239.08	250.03	252.94
财务费用	109.61	117.79	189.36	184.86	188.45
投资损失	-100.56	-287.20	-102.36	-104.37	-106.52
营运资金变动	452.10	-31.15	110.57	-116.32	32.77
其他经营现金流	524.80	77.97	400.36	-172.83	-227.67
投资活动现金流	151.64	-182.96	-231.42	-228.02	-218.77
资本支出	486.96	375.72	130.14	141.28	162.86
长期投资	-485.69	180.06	21.33	43.25	23.09
其他投资现金流	152.91	372.82	-79.95	-43.49	-32.82
筹资活动现金流	-766.60	-154.60	-120.42	-502.40	-625.35
短期借款	-293.60	1079.14	110.88	218.90	131.26
长期借款	-133.47	-126.67	21.32	23.57	25.96
普通股增加	453.61	586.07	766.93	0.00	0.00
资本公积增加	-98.26	-358.65	-751.17	0.00	0.00
其他筹资现金流	-694.90	-1334.49	-268.38	-744.87	-782.57
现金净增加额	1433.82	1188.56	1547.07	517.21	752.70

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7703.50	8509.66	9287.14	11007.92	12904.36
营业成本	2314.83	2942.23	3448.52	4274.36	5182.34
营业税金及附加	110.29	112.62	122.59	144.20	167.76
营业费用	1648.80	1633.78	1797.06	2115.72	2453.12
管理费用	1375.44	1389.01	1486.87	1752.46	2027.28
研发费用	1390.24	1630.13	1753.53	1910.91	2007.19
财务费用	109.61	117.79	189.36	184.86	188.45
资产减值损失	-294.13	-36.10	-24.37	-25.63	-26.68
公允价值变动收益	0.00	235.09	121.24	132.35	137.53
投资净收益	100.56	287.20	102.36	104.37	106.52
营业利润	943.12	1404.62	1124.92	1276.29	1539.60
营业外收入	16.23	8.76	12.23	13.07	14.83
营业外支出	9.01	9.53	9.04	9.23	9.35
利润总额	950.33	1403.85	1128.11	1280.13	1545.08
所得税	140.15	82.54	66.22	73.86	88.22
净利润	810.19	1321.31	1061.89	1206.26	1456.85
少数股东损益	198.06	138.32	116.42	130.70	152.04
归属母公司净利润	612.13	1182.99	945.47	1075.56	1304.82
EBITDA	1299.24	1856.74	1553.37	1711.18	1980.99
EPS (元)	0.32	0.47	0.29	0.33	0.40

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.44	10.46	9.14	18.53	17.23
营业利润(%)	39.47	48.93	-19.91	13.46	20.63
归属母公司净利润(%)	57.33	93.26	-20.08	13.76	21.32
获利能力					
毛利率(%)	69.95	65.42	62.87	61.17	59.84
净利率(%)	7.95	13.90	10.18	9.77	10.11
ROE(%)	9.32	16.49	11.86	12.68	14.21
ROIC(%)	28.18	60.91	48.18	50.28	58.61
偿债能力					
资产负债率(%)	49.73	52.71	51.50	51.54	51.19
净负债比率(%)	45.73	47.28	46.85	46.09	44.55
流动比率	1.14	1.12	1.26	1.28	1.31
速动比率	1.13	1.11	1.25	1.27	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.56	0.61
应收账款周转率	4.00	4.75	4.89	5.01	4.97
应付账款周转率	5.10	5.59	5.38	5.74	5.98
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.36	0.29	0.33	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.47	0.58	0.38	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.19	2.44	2.59	2.81
估值比率					
P/E	176.92	91.55	114.54	100.69	83.00
P/B	16.48	15.10	13.58	12.76	11.80
EV/EBITDA	80.49	56.32	67.32	61.11	52.79

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188