

用友网络 (600588)

公司研究/点评报告

云转型成果靓丽，精细化管理推动利润大增

—用友网络 2020 年度报告点评

点评报告/计算机

2021 年 03 月 29 日

一、事件概述

用友网络于 3 月 26 日晚发布年度报告，2020 年实现营收 85.25 亿元，同比增长 0.2%；实现归母净利润 9.89 亿元，同比下滑 16.4%；实现扣非后归母净利润 9.04 亿元，同比增长 33.5%。

二、分析与判断

➤ 云转型与精益化管理并重，经营质量显著提升

从经营情况看：聚焦云转型，云业务持续高速增长。从收入结构看，用友 2020 年云收入达到 34.22 亿元，同比增长 73.7%，云业务占比达到 40%；软件收入 40.44 亿元，同比下降 22.2%，在大力推动企业转云背景下影响软件业务收入，“云+软件”收入合计 74.66 亿元，同比增长 4.2%；金融业务营收 10.05 亿元同比下降 22%，随公司计划后续将有序剥离。

从财务表现看：云转型与良好的费用控制带来财务质量显著改善。云转型凭借良好的商业模式为公司带来显著的财务质量改善，20 年经营性现金流净额达到 16.13 亿元，同比增长 5.2%；预收款 20.45 亿元，同比增长 61.3%，其中云预收款 10.91 亿元同增 83.9%。公司 20 年进一步强化费用管理，调节优化人员薪酬及考核，销售、管理、财务费用分别同比下滑 6%、30%、6%，三费率持续下降。整体研发投入达到 16.73 亿元同比增长 2%，占营收规模 19.6%。得益于现金流的持续改善与良好的费用控制，公司资产质量大幅优化，资产负债率下降 3pct 至 49.6%，有息负债规模下降 44.6%至 24.2 亿元。

➤ 重磅产品 YonBIP 顺利推广，云业务持续突破

紧握核心竞争力，客户数量持续增长。云业务按客户类型看，大中型企业云收入 27.2 亿元，同比增长 67.9%；小微企业云收入 2.4 亿元，同比增长 65.2%；政府与其他公共组织云收入 4.6 亿元，同比增长 127.2%。用友继续保持在大型企业中的优势地位，签约华为、中兴、南航、工行的一批优质客户，大型企业续费率达到 98.96%。用友整体付费客户数达到 60.16 万家，同比增长 17.5%。

继续保持领先行业地位，蝉联中国 SaaS 市场第一。用友在企业应用、ERM、财务、供应链等细分领域的市占率分别为 6.3%、13.7%、27.4%、17.2%，均保持行业第一。得益于 YonBIP 的持续推广，公司在千万级订单的开拓上持续创造佳绩，订单迎量价齐升。

三、投资建议

预计公司 2021、2022、2023 年营收分别为 108.48、134.12、165.92 亿元，21-23 年归母净利润分别为 13.59、18.53、22.86 亿元。用友是我国云计算 SaaS 企业的领军者，目前正处于高速云转型的状态，应采用 PS 作为估值指标。目前公司市值对应 21 年 PS 仅为 10.6 倍，而国内云计算可比公司在 Wind 一致预期下对应的 PS 均值达到 23.3 倍，公司估值具备明显的优势。故维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格： 35.2 元

交易数据 2021-3-26

近 12 个月最高/最低(元)	52.65/32.21
总股本(百万股)	3,271
流通股本(百万股)	3,251
流通股比例(%)	99.40
总市值(亿元)	1,151
流通市值(亿元)	1,144

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号： S0100519020001

电话： 021-60876718

邮箱： qiangchaoting@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号： S0100120090026

电话： 021-60876718

邮箱： dingchenhui@mszq.com

相关研究

1. 用友网络(600588):云业务继续高速增长，SaaS 龙头地位稳固
2. 用友网络(600588):云服务保持高增长，新平台打造新方向

四、风险提示

云服务增长不及预期；企业订单需求不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,525	10,848	13,412	16,592
增长率 (%)	0.2	27.3	23.6	23.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	989	1,359	1,853	2,286
增长率 (%)	-16.4	37.4	36.4	23.4
每股收益 (元)	0.31	0.42	0.57	0.70
PE (现价)	113.5	84.7	62.1	50.3
PB	15.3	12.9	10.7	8.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,525	10,848	13,412	16,592
营业成本	3,321	4,490	5,394	6,694
营业税金及附加	99	130	161	199
销售费用	1,537	1,953	2,414	2,987
管理费用	959	1,302	1,609	1,991
研发费用	1,459	1,953	2,414	2,987
EBIT	1,150	1,020	1,419	1,735
财务费用	110	0	0	0
资产减值损失	(47)	0	0	0
投资收益	75	100	150	200
营业利润	1,121	1,446	1,972	2,432
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	1,126	1,446	1,972	2,432
所得税	75	0	0	0
净利润	1,051	1,446	1,972	2,432
归属于母公司净利润	989	1,359	1,853	2,286
EBITDA	1,507	1,310	1,695	1,998
资产负债表 (百万元)				
货币资金	5605	8877	11467	14430
应收账款及票据	1152	1469	1712	2176
预付款项	95	135	162	201
存货	423	200	0	0
其他流动资产	625	625	625	625
流动资产合计	8773	12217	15052	18608
长期股权投资	2473	2573	2723	2923
固定资产	2432	2532	2682	2882
无形资产	785	765	619	495
非流动资产合计	8177	7083	7068	7224
资产合计	16950	19300	22120	25831
短期借款	2375	2375	2375	2375
应付账款及票据	549	699	800	1060
其他流动负债	198	198	198	198
流动负债合计	7950	8854	9702	10982
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	452	452	452	452
非流动负债合计	453	453	453	453
负债合计	8403	9307	10155	11435
股本	3270	3270	3270	3270
少数股东权益	1004	1091	1209	1355
股东权益合计	8547	9993	11964	14397
负债和股东权益合计	16950	19300	22120	25831

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	0.2	27.3	23.6	23.7
EBIT 增长率	43.5	-11.3	39.1	22.2
净利润增长率	-16.4	37.4	36.4	23.4
盈利能力				
毛利率	61.0	58.6	59.8	59.7
净利润率	11.6	12.5	13.8	13.8
总资产收益率 ROA	5.8	7.0	8.4	8.9
净资产收益率 ROE	13.1	15.3	17.2	17.5
偿债能力				
流动比率	1.1	1.4	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.4	1.6	1.7
现金比率	0.7	1.0	1.2	1.3
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	48.1	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	24.2	25.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.6	0.7
每股净资产	2.3	2.7	3.3	4.0
每股经营现金流	0.4	0.7	0.8	1.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	113.5	84.7	62.1	50.3
PB	15.3	12.9	10.7	8.8
EV/EBITDA	37.8	33.3	25.8	20.7
股息收益率	0.6	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,051	1,446	1,972	2,432
折旧和摊销	186	290	276	264
营运资金变动	(73)	743	603	687
经营活动现金流	1,222	2,378	2,701	3,183
资本开支	575	(904)	110	220
投资	(537)	0	0	0
投资活动现金流	(894)	904	(110)	(220)
股权募资	425	0	0	0
债务募资	(1,950)	(11)	0	0
筹资活动现金流	(2,315)	(11)	0	0
现金净流量	(1,987)	3,272	2,591	2,963

分析师与研究助理简介

强超廷，民生证券研究院计算机&教育行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职与海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。