

两个亮点：云业务客单价&云收入质量大幅提升

用友网络(600588)

评级:	买入	股票代码:	600588
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	54.35/31.59
目标价格:		总市值(亿)	1,151.33
最新收盘价:	35.2	自由流通市值(亿)	1,144.38
		自由流通股数(百万)	3,251.08

事件概述

3月27日，用友网络发布2020年度报告，公司实现营业收入85.25亿元，同比增长0.2%；实现归属于母公司所有者的净利润9.89亿元，同比下降16.4%。实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为9.04亿元，同比增长33.5%。

► 归母扣非净利润超预期，云业务3年复合增速翻倍领跑SaaS企业

1) **归母扣非净利润超市场预期**：考虑到疫情导致的项目交付的影响，2020年收入增长符合预期。归母净利润9.89元，同比下降16.4%。如果剔除非经常性损益的影响，公司归母扣非净利润为9.04亿，同比增长33.5%，超市场预期，我们认为主要是公司加大市场拓展的同时，加强精益管理所致。

2) **现金流与资产负债结构明显改善**：2020年末公司整体负债为84亿元，同比下降8.4亿，主要是短期借款减少。公司资产负债率下降3.1个百分点至49.6%，资产负债结构得到进一步优化。公司经营性现金流16.13亿元，同比增长5.2%。在支付业务剥离的前提下现金流仍实现正向增长，可见云业务对现金流的改善非常明显。

3) **云业务增长极其强劲，3年复合增速101%**：公司三大业务结构明显改善，云业务增长73.7%，软件和金融支付业务增长下降，公司正逐步向SaaS公司全面转型。2020年公司实现云业务营业收入34.2亿元，同比增长73.7%。从三年维度看，云业务由2018年的8.51亿元增长至2020年的34.32亿元，3年复合增长率为101%，明显领跑A股SaaS企业。2018-2020年公司云业务收入占比由11%提升至40%，云业务已经成为公司发展的核心驱动力。

► 两个亮点：云业务客单价大幅提升，叠加云收入质量比肩竞争对手

亮点1：云业务客单价大幅提升。2020年公司大型企业续费率和小微型企业续费率分别为98.96%和71.68%，这是公司首次对云产品续费率的披露。结合此前用友官方公众号披露的2019年和2020年H1续约率数据，公司大型企业用户续约率在60%-65%之间，小微型企业的续约率在55%-59%之间。我们推断公司云产品续签的客单价有明显提升，佐证公司YonBIP和NCC等核心产品具备极强的用户粘性。同样的，我们比较2020年云业务收入73.7%的增速与云业务付费客户17.5%的增速，亦可得出同期云业务客户的客单价在大幅提升的判断。

亮点2：云收入质量比肩竞争对手。更为重要的是，2020年公司云预收款实现10.9亿元，较年初增长83.9%，预示2021年公司云收入持续增长强劲。我们采用“预收款/云收入”指标来衡量SaaS公司的公有云占比，即云业务的质量。2020年公司预收款/云收入为31.8%，相比同期金蝶43%的比率在大体相当的量级，相比2019年有明显的提升。

投资建议

考虑到公司受益于国产化、数字化、全球化三浪叠加的时代机遇，我们调整了对公司的盈利预测，2021-2022年公司营业收入预测分别由115.3/155.9亿元调整为103.4/133.0亿元，归母净利润分别由15.8/24.9亿元调整为12.2/16.6亿元。新增2023年预测收入172.4亿元，归母净利润23.1亿元。考虑到公司作为企业级SaaS龙头的优势地位，给予公司2021年35倍P/OCF，持续推荐，给予“买入”评级。

风险提示

1) 软件业务增长低于预期的风险；2) 云产品推广低于预期的风险；3) ERP行业竞争加剧；4) 宏观经济的下

行风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	10,338	13,295	17,235
YoY (%)	10.5%	0.2%	21.3%	28.6%	29.6%
归母净利润(百万元)	1,183	989	1,217	1,660	2,313
YoY (%)	93.3%	-16.4%	23.1%	36.4%	39.3%
毛利率 (%)	65.4%	61.0%	65.2%	66.5%	68.2%
每股收益 (元)	0.36	0.30	0.37	0.51	0.71
ROE	16.5%	13.1%	13.9%	15.9%	18.2%
市盈率	97.32	116.46	94.61	69.35	49.78

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

分析师: 刘忠腾

邮箱: liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话: 0755-82533391

分析师: 孔文彬

邮箱: kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,525	10,338	13,295	17,235	净利润	1,051	1,409	1,845	2,566
YoY (%)	0.2%	21.3%	28.6%	29.6%	折旧和摊销	357	306	374	331
营业成本	3,321	3,596	4,455	5,489	营运资金变动	-118	-284	1,497	1,888
营业税金及附加	99	135	168	214	经营活动现金流	1,613	1,376	3,759	4,897
销售费用	1,537	2,171	2,792	3,619	资本开支	-575	140	548	640
管理费用	959	1,447	1,994	2,585	投资	-537	0	0	0
财务费用	110	-38	-108	-241	投资活动现金流	-894	295	615	640
资产减值损失	-47	-5	-6	-6	股权募资	425	0	0	0
投资收益	75	155	66	0	债务募资	4,287	14	260	196
营业利润	1,121	1,542	1,984	2,766	筹资活动现金流	-2,315	-90	150	77
营业外收支	6	8	4	12	现金净流量	-1,602	1,581	4,524	5,614
利润总额	1,126	1,550	1,988	2,778	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	75	141	143	212	成长能力				
净利润	1,051	1,409	1,845	2,566	营业收入增长率	0.2%	21.3%	28.6%	29.6%
归属于母公司净利润	989	1,217	1,660	2,313	净利润增长率	-16.4%	23.1%	36.4%	39.3%
YoY (%)	-16.4%	23.1%	36.4%	39.3%	盈利能力				
每股收益	0.30	0.37	0.51	0.71	毛利率	61.0%	65.2%	66.5%	68.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	12.3%	13.6%	13.9%	14.9%
货币资金	5,605	7,186	11,710	17,324	总资产收益率 ROA	5.8%	6.5%	7.4%	8.6%
预付款项	95	105	132	160	净资产收益率 ROE	13.1%	13.9%	15.9%	18.2%
存货	423	173	272	433	偿债能力				
其他流动资产	2,649	3,578	3,397	3,085	流动比率	1.10	1.32	1.54	1.75
流动资产合计	8,773	11,042	15,512	21,002	速动比率	1.00	1.27	1.48	1.67
长期股权投资	2,473	2,473	2,473	2,473	现金比率	0.71	0.86	1.16	1.44
固定资产	2,432	2,140	1,786	1,479	资产负债率	49.6%	47.0%	47.1%	46.5%
无形资产	785	785	320	-362	经营效率				
非流动资产合计	8,177	7,735	6,812	5,849	总资产周转率	0.50	0.55	0.60	0.64
资产合计	16,950	18,777	22,324	26,851	每股指标 (元)				
短期借款	2,375	2,389	2,649	2,845	每股收益	0.30	0.37	0.51	0.71
应付账款及票据	549	677	826	986	每股净资产	2.31	2.68	3.19	3.89
其他流动负债	5,026	5,302	6,594	8,199	每股经营现金流	0.49	0.42	1.15	1.50
流动负债合计	7,950	8,368	10,070	12,031	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	453	453	453	453	PE	116.46	94.61	69.35	49.78
非流动负债合计	453	453	453	453	PB	19.02	13.14	11.05	9.04
负债合计	8,403	8,821	10,523	12,484					
股本	3,270	3,270	3,270	3,270					
少数股东权益	1,004	1,196	1,381	1,635					
股东权益合计	8,547	9,956	11,801	14,367					
负债和股东权益合计	16,950	18,777	22,324	26,851					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件等。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。