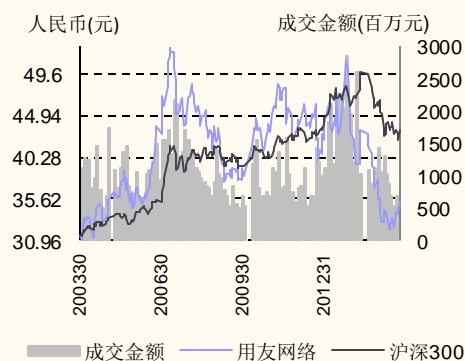


市场价格 (人民币): 35.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	32.71
已上市流通 A 股(亿股)	32.51
总市值(亿元)	1,151.33
年内股价最高最低(元)	52.65/30.96
沪深 300 指数	5038
上证指数	3418



相关报告

1. 《为什么我们认为用友网络有估值修复的机会? - 用友网络跟踪报告》, 2021.2.27
2. 《深度聚焦 BIP, 加速云转型-用友网络跟踪报告》, 2021.2.18
3. 《实控人亲自掌舵, 拥抱云转型大机遇-实控人亲自掌舵, 拥抱云转型...》, 2021.1.6
4. 《Q3 加速恢复, 云业务订单亮眼-用友网络季报点评》, 2020.11.1
5. 《三重因素迎转折-用友网络跟踪报告》, 2020.10.23

翟炜 分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

云转型已见成效

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	11,484	14,168	18,286
营业收入增长率	10.46%	0.18%	34.72%	23.37%	29.06%
归母净利润(百万元)	1,183	989	1,389	1,793	2,242
归母净利润增长率	93.26%	-16.43%	40.47%	29.10%	25.03%
摊薄每股收益(元)	0.472	0.302	0.425	0.548	0.685
每股经营性现金流净额	0.56	0.40	0.44	0.84	1.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.49%	13.11%	16.10%	17.04%	17.56%
P/E	60.11	145.13	82.91	64.22	51.36
P/B	9.91	19.02	13.34	10.94	9.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

3月27日, 用友发布20年年度报告, 全年实现营收85.25亿元, 同比+0.2%, 净利润9.89亿元, 同比-16.43%, 扣非净利润9.04亿元, 同比+33.50%。

评论

扣非净利润大幅增长, 经营质量不断提升。公司全年实现净利润9.89亿元, 同比-16.43%, 净利润下降主要由投资收益及其他收益等非经常性收入减少所致。同时公司毛利率为61.05%, 较上年下滑了4.37pct, 推测与公司云转型推进, SaaS收入提升有关, SaaS转型早期往往会出现高毛利的软件收入下滑的情况, 导致综合毛利率下降。另一方面, 公司积极加强内部精益化管理, 加强费用管控, 销售费用率下降1.12pct、管理费用率下降5.06pct, 调整研发资本化比率使得研发费用率下降2.05pct, 全年实现扣非净利润9.04亿元, 同比+33.5%, 公司经营质量不断提升。

云转型不断深化, BIP与NCC成效斐然。公司全年实现云收入34.22亿元, 同比+73.7%, 收入占比40.1% (19年为23.2%), 完成云预收款10.91亿元, 同比+83.9%。客户来看, 累计付费客户数达60.16万 (新增7.59万), 大中客户续费率98.96% (19年为65.39%), 小微客户续费率71.68% (19年为59.16%)。产品来看, 公司两款重量级产品YonBIP和NCC成效斐然: 1) BIP基于云原生、微服务架构, 定位企业数智化、低代码开发平台, 意在打通产业链上下游, 已成功签约了华为、南方航空、中海油、工商银行等一大批中国及世界500强企业, 全年实现收入12.19亿元, 签约客户数量达到4949家, 累计入驻生态伙伴8000+, 开发应用11000+; 2) NCC产品注重企业内部管理, 目前已升级到YonBIP的统一技术平台iuap上, 两者合力为大型企业客户提供云服务, NCC全年实现收入10.14亿元, 签约客户数量达876家。

投资建议

■ 我们看好用友未来长期发展, 维持预测21/22年净利润为13.89/17.93亿元, 同时预测23年净利润为22.42亿元, 继续维持“买入”评级。

风险提示

■ 企业上云政策落地不及预期; 市场竞争加剧; 国产化进程低于预期;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,703	8,510	8,525	11,484	14,168	18,286
增长率		10.5%	0.2%	34.7%	23.4%	29.1%
主营业务成本	-2,315	-2,942	-3,378	-4,239	-5,270	-6,628
%销售收入	30.0%	34.6%	39.6%	36.9%	37.2%	36.2%
毛利	5,389	5,567	5,147	7,245	8,898	11,658
%销售收入	70.0%	65.4%	60.4%	63.1%	62.8%	63.8%
营业税金及附加	-110	-113	-99	-161	-199	-256
%销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-1,649	-1,634	-1,537	-2,182	-2,494	-3,218
%销售收入	21.4%	19.2%	18.0%	19.0%	17.6%	17.6%
管理费用	-1,465	-1,389	-959	-1,769	-2,054	-2,670
%销售收入	19.0%	16.3%	11.3%	15.4%	14.5%	14.6%
研发费用	-1,301	-1,630	-1,459	-2,228	-2,805	-3,749
%销售收入	16.9%	19.2%	17.1%	19.4%	19.8%	20.5%
息税前利润 (EBIT)	864	802	1,093	906	1,346	1,765
%销售收入	11.2%	9.4%	12.8%	7.9%	9.5%	9.7%
财务费用	-110	-118	-110	-122	-120	-112
%销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-294	-36	47	146	22	49
公允价值变动收益	0	235	52	55	39	152
投资收益	101	287	75	145	281	189
%税前利润	10.6%	20.5%	6.7%	9.5%	14.4%	7.8%
营业利润	943	1,405	1,121	1,516	1,945	2,420
营业利润率	12.2%	16.5%	13.1%	13.2%	13.7%	13.2%
营业外收支	7	-1	6	4	5	8
税前利润	950	1,404	1,126	1,520	1,950	2,428
利润率	12.3%	16.5%	13.2%	13.2%	13.8%	13.3%
所得税	-140	-83	-75	-76	-98	-121
所得税率	14.7%	5.9%	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	810	1,321	1,051	1,444	1,853	2,307
少数股东损益	198	138	63	55	60	65
归属于母公司的净利润	612	1,183	989	1,389	1,793	2,242
净利率	7.9%	13.9%	11.6%	12.1%	12.7%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	810	1,321	1,051	1,444	1,853	2,307
少数股东损益	198	138	63	55	60	65
非现金支出	541	370	309	81	226	213
非经营收益	5	-408	57	-25	-140	-169
营运资金变动	686	113	-118	-59	815	1,114
经营活动现金净流	2,043	1,397	1,300	1,441	2,755	3,465
资本开支	-483	-296	-575	-112	-318	-305
投资	486	-170	-537	-5	-21	92
其他	149	283	218	145	281	189
投资活动现金净流	152	-183	-894	28	-58	-24
股权募资	232	167	425	-304	100	0
债权募资	-462	909	-1,950	1,137	72	-208
其他	-531	-1,237	-797	-191	-195	-192
筹资活动现金净流	-760	-162	-2,322	642	-23	-400
现金净流量	1,434	1,052	-1,915	2,111	2,674	3,041

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,531	7,147	5,605	7,716	10,390	13,431
应收账款	1,899	1,824	1,584	2,337	2,751	3,551
存货	22	23	423	27	30	38
其他流动资产	889	1,174	1,160	1,186	1,198	1,234
流动资产	8,340	10,168	8,773	11,266	14,369	18,254
%总资产	54.8%	58.0%	51.8%	58.0%	63.4%	68.5%
长期投资	2,380	2,877	3,570	3,630	3,690	3,750
固定资产	2,519	2,510	2,507	2,523	2,534	2,540
%总资产	16.6%	14.3%	14.8%	13.0%	11.2%	9.5%
无形资产	1,868	1,779	1,955	1,759	1,823	1,869
非流动资产	6,881	7,370	8,177	8,142	8,287	8,409
%总资产	45.2%	42.0%	48.2%	42.0%	36.6%	31.5%
资产总计	15,221	17,538	16,950	19,408	22,656	26,663
短期借款	3,314	4,326	2,420	3,888	3,944	3,719
应付款项	2,376	3,198	1,881	3,768	4,582	5,879
其他流动负债	1,658	1,589	3,649	2,076	2,485	3,097
流动负债	7,348	9,112	7,950	9,732	11,011	12,695
长期贷款	172	45	0	12	25	38
其他长期负债	49	87	453	113	117	120
负债	7,569	9,244	8,403	9,857	11,153	12,853
普通股股东权益	6,571	7,173	7,543	8,628	10,521	12,763
其中：股本	1,918	2,504	3,270	3,270	3,270	3,270
未分配利润	1,786	2,395	2,257	3,646	5,439	7,680
少数股东权益	1,081	1,122	1,004	1,059	1,119	1,184
负债股东权益合计	15,221	17,538	16,950	19,408	22,656	26,663

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.319	0.472	0.302	0.425	0.548	0.685
每股净资产	3.430	2.865	2.306	2.638	3.217	3.902
每股经营现金净流	1.066	0.558	0.398	0.441	0.842	1.059
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.32%	16.49%	13.11%	16.10%	17.04%	17.56%
总资产收益率	4.02%	6.75%	5.83%	7.11%	7.87%	8.36%
投入资本收益率	6.60%	5.95%	9.29%	6.33%	8.18%	9.46%
增长率						
主营业务收入增长率	21.44%	10.46%	0.18%	34.72%	23.37%	29.06%
EBIT 增长率	26.13%	-7.18%	36.35%	-17.14%	48.59%	31.13%
净利润增长率	57.33%	93.26%	-16.43%	40.47%	29.10%	25.03%
总资产增长率	8.46%	15.23%	-3.35%	14.50%	16.74%	17.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.3	56.3	48.7	46.0	43.0	43.0
存货周转天数	4.2	2.8	24.1	2.2	2.0	2.0
应付账款周转天数	71.6	65.3	61.9	63.5	66.0	66.0
固定资产周转天数	98.2	107.6	104.1	76.5	61.3	46.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.73%	-36.15%	-39.95%	-41.77%	-57.14%	-71.02%
EBIT 利息保障倍数	7.9	6.8	9.9	7.4	11.2	15.8
资产负债率	49.73%	52.71%	49.57%	50.43%	48.93%	47.96%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	15	25	43	74
增持	0	0	0	3	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.07	1.04

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

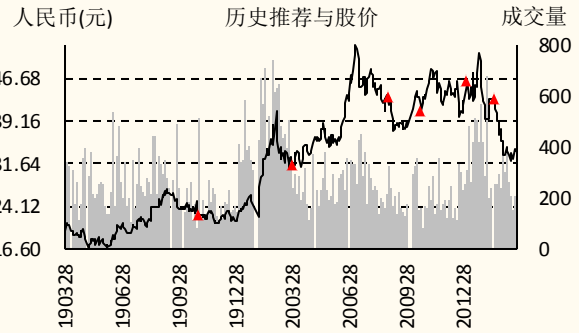
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-31	买入	29.50	N/A
2	2020-03-30	买入	42.00	49.12~49.12
3	2020-09-02	买入	42.31	49.69~49.69
4	2020-10-23	买入	41.43	62.23~62.23
5	2020-11-01	买入	43.15	N/A
6	2021-01-06	买入	46.60	N/A
7	2021-02-18	买入	43.26	N/A
8	2021-02-27	买入	36.90	52.74~62.23

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402