

Q1 云业务增长超预期，YonBIP 加快生态建设

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-30

收盘价 (元)	33.85
近 12 个月最高/最低 (元)	54.35/31.59
总股本 (百万股)	3270.53
流通股本 (百万股)	3251.08
流通股比例 (%)	99.41
总市值 (亿元)	1107.07
流通市值 (亿元)	1100.49

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：赵阳

执业证书号：S0010120050035

邮箱：zhaoyang@hazq.com

联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司研究_计算机行业_深度报告_用友网络：企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来》2020-08-25
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：云业务持续增长，YonBIP 战略发布》2020-08-31
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：云业务高速增长，YonBIP 生态持续完善》2021-04-01

主要观点：

● 事件概况

公司于 2021 年 4 月 28 日发布 2021 年一季度报，21Q1 实现营业收入 12.14 亿元，同比增长 11.48%。实现归母净利润-0.13 亿元，同比增长 94.55%。从收入拆分来看，Q1 软件业务收入 5.42 亿元，同比下降 3.9%；云业务实现收入 5.16 亿元，同比增长 136%，占收入比例达到 42.5%；金融业务实现收入 1.46 亿元，同比下降 50.13%。**公司 21Q1 云业务收入实现了高速增长，超出市场预期，我们认为公司云转型战略成效逐渐显现。**

● Q1 云业务发展态势良好，成为公司增长主要驱动力

21Q1 公司软件+云实现收入 10.58 亿元，较 19Q1 仅增长 8.9%，我们认为主要是收入结构的变化。公司云业务收入占比从 19Q1 的 13% 提升至 21Q1 的 43%，带来了公司递延收入的增加，因此表现增速有所影响。从合同负债来看，公司 21Q1 实现合同负债+预收款为 21.58 亿元，较 19Q1 增长 84%。其中，21Q1 云合同负债 12.3 亿元，较年初增长 13.3%。因此，我们认为云业务的高速增长是公司的核心驱动力，未来也有望带动软件+云整体收入增速的边际改善。公司云业务各项指标表现良好：

1) **云收入结构来看：**21Q1 大中型企业实现云收入 3.99 亿元，同比增长 129.6%；小微企业实现云收入 0.88 亿元，同比增长 177.5%，逐渐摆脱疫情的影响；政府与其他公共组织实现云收入 0.28 亿元，同比增长 120.6%，各项业务线均呈现良好的发展态势。

2) **客户数和续费率来看：**21Q1 累积付费客户数 63.22 万家，较年初增加 3.06 万家，同比 20Q1 增长 17.68%。续费率来看，大中型企业续费率 94.68%，小微企业续费率 83.31%，小微企业续费率较 2020 年底的 71.68% 有较大幅度的提升。

3) **生态建设来看：**21Q1 公司云市场累积入驻伙伴 8200 家，较年初增加 200 家，累积入驻云产品 12000 款，较年初新增 1000 款。21Q1 新签约徐工机械、亚泰集团、新疆兵团建工集团、厦门航空、复旦张江、申万宏源、中信证券、福建奔驰、华人运通、四川烟草、福建中烟、中央广播电视总台等众多头部客户。

● 研发继续加大投入，着力打造 YonBIP 战略级产品

公司 21Q1 研发投入 4.42 亿元，同比增长 32.2%，研发投入占营收比例同比提升 5.7pct，继续加强研发投入。公司此前在官方微信公众号上披露了 2021 年度的人员招聘计划，计划总体增员 2500 人，比上年末增长超过 10%，重点增加研发与云服务运营人员，其中研发人员增加 1500 人，占比 60%。研发人员主要投入新一代产品 YonBIP 的持续研究与开发。21Q1，公司发布了 YonBIP 旗舰版（公有云）202102 版，持续加强版，持续加强 YonBIP 的统一技术平台 iUAP 研发。

● 收购大易云完善产品体系，云服务生态逐渐成型

公司 2 月 9 日晚间发布公告，拟以人民币 2.83 亿元，受让参股投资的上海大易云计算股份有限公司 56.57% 的股权。交易完成后，公司持有大易云 84.74% 股权。大易云是一家以企业招聘的运营与管理服务为核心业务的 SaaS 服务提供商。我们认为，通过收购大易云，公司有望进一步完善 YonBIP 的产品体系。人力资源是企业数智化转型的重要方面，人力云是用友商业创新平台（YonBIP）的核心领域之一。此次收购大易云，公司有望通过技术赋能、产品融合、客户和渠道共享等方式，进一步做强大易智能云招聘和 YonBIP 整体人力云服务，为客户提供完整的 HR SaaS 解决方案与服务，帮助客户提高招聘效能，加强人才供应链管理，更好服务企业人才发展、业务创新和管理变革，使能客户成功。**我们认为这种收购是公司构建云服务生态的有益尝试，未来有望通过内生发展和外延并购，持续拓展云服务的生态圈，打造企业级完整解决方案。**

● 投资建议

公司云优先战略持续落地，21Q1 公司云业务实现高速增长，YonBIP 生态逐渐完善，我们看好公司向企业级云服务商和商业创新平台提供商转型的发展前景。预计公司 2021/22/23 年实现营业收入 104.4/139.0/179.6 亿元，同比增长 22.4%/33.2%/29.2%。预计实现归母净利润 11.1/14.8/21.7 亿元，同比增长 11.9%/33.8%/46.3%。公司“软件+云”业务的收入有望继续保持增长，且伴随云业务占比提升，增速有望加快。我们预估公司 2022 年实现“软件+云”收入 128 亿元，给予 15 倍 PS，公司估值有望达到 1920 亿元，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,525	10,436	13,897	17,960
收入同比 (%)	0.2%	22.4%	33.2%	29.2%
归属母公司净利润	989	1,106	1,480	2,166
净利润同比 (%)	-16.4%	11.9%	33.8%	46.3%
毛利率 (%)	61.0%	62.5%	62.7%	63.3%
ROE (%)	13.4%	14.1%	17.3%	22.4%
每股收益 (元)	0.30	0.34	0.46	0.67
P/E	145.13	99.43	74.29	50.76
P/B	19.02	13.56	12.24	10.63
EV/EBITDA	91.65	74.51	56.71	41.04

资料来源: wind, 华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 相关产业政策不及预期;
- 2) 产品应用推广和产业生态构建不及预期;
- 3) 工业软件关键核心技术研发落地不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,773	10,015	16,025	18,719	营业收入	8,525	10,436	13,897	17,960
现金	5,605	6,862	11,804	14,487	营业成本	3,321	3,918	5,178	6,584
应收账款	1,361	1,407	1,517	1,278	营业税金及附加	99	121	161	208
其他应收款	433	530	706	912	销售费用	1,537	1,981	2,533	3,172
预付账款	95	117	156	201	管理费用	2,418	3,211	4,340	5,662
存货	423	103	593	292	财务费用	110	51	72	77
其他流动资产	856	1,099	1,843	1,840	资产减值损失	265	225	314	234
非流动资产	8,177	8,397	8,287	8,483	公允价值变动收益	52	0	0	0
长期投资	2,473	2,473	2,473	2,473	投资净收益	75	90	99	109
固定资产	2,432	2,294	2,166	2,045	营业利润	1,121	1,260	1,686	2,468
无形资产	785	993	1,232	1,507	营业外收入	24	0	0	0
其他非流动资产	2,488	2,637	2,416	2,459	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	16,950	18,412	24,312	27,202	利润总额	1,126	1,260	1,686	2,468
流动负债	7,950	8,775	13,705	15,100	所得税	75	84	112	164
短期借款	2,420	4,233	5,494	7,101	净利润	1,051	1,176	1,574	2,304
应付账款	2,580	1,061	3,609	2,148	少数股东损益	63	70	94	138
其他流动负债	2,950	3,481	4,602	5,851	归属母公司净利润	989	1,106	1,480	2,166
非流动负债	453	453	453	453	EBITDA	1,592	1,533	1,989	2,787
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.34	0.46	0.67
其他非流动负债	453	453	453	453					
负债合计	8,403	9,228	14,158	15,552					
少数股东权益	1,004	1,075	1,169	1,306	主要财务比率				
股本	3,270	3,249	3,249	3,249	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	1,096	1,179	1,306	1,503	成长能力				
留存收益	3,176	3,682	4,431	5,591	营业收入	0.18%	22.42%	33.16%	29.24%
归属母公司股东权益	7,543	8,109	8,985	10,343	营业利润	-20.22%	12.44%	33.84%	46.35%
负债和股东权益	16,950	18,412	24,312	27,202	归属于母公司净利润	-16.43%	11.88%	33.84%	46.35%
					获利能力				
					毛利率 (%)	61.05%	62.46%	62.74%	63.34%
					净利率 (%)	11.60%	10.60%	10.65%	12.06%
					ROE (%)	13.44%	14.13%	17.32%	22.42%
					ROIC (%)	9.47%	10.22%	12.64%	16.60%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	49.57%	50.12%	58.23%	57.17%
					净负债比率 (%)	-37.26%	-28.62%	-62.14%	-63.41%
					流动比率	1.10	1.14	1.17	1.24
					速动比率	1.05	1.13	1.13	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.59	0.65	0.70
					应收账款周转率	6.25	7.54	9.50	12.85
					应付账款周转率	2.09	2.15	2.22	2.29
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.34	0.46	0.67
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.49	0.09	1.43	0.70
					每股净资产 (最新摊薄)	2.31	2.50	2.77	3.18
					估值比率				
					P/E	145.1	99.4	74.3	50.8
					P/B	19.0	13.6	12.2	10.6
					EV/EBITDA	91.65	74.51	56.71	41.04

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究总监、研究所所长, 兼 TMT 首席分析师, 曾多次获得新财富、水晶球机构投资者最佳分析师。

联系人: 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 五年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

联系人: 赵阳, 厦门大学硕士, 八年工作经验, 曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司, 从事 5G、智能网联汽车工作。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。