

# 全资控股柚子移动，布局 2C 低代码平台

## 买入|维持

### ——用友网络(600588.SH)事件点评

#### 事件：

6月3日收盘后，公司发布《关于受让柚子（北京）移动技术有限公司100%股权并向其增资暨对外投资的公告》。

#### 点评：

#### ● 全资收购柚子移动 100% 股权并增资，进一步加强 YonBIP 生态

根据公告，公司拟以现金人民币 1.51 亿元受让柚子香港持有的柚子移动 100% 的股权。同时，公司拟以现金人民币 7900 万元对柚子移动增资，其中等额于 688.50 万美元的人民币金额计入注册资本，剩余金额计入资本公积，增资款将用于柚子移动的业务拓展、运营资金、对外投资及根据股东会审议通过的资本性支出、财务预算方案和商业计划确定的其他用途。此次收购使得公司成为国内少有的具备从前端到后端，从 2C 应用到 2B 应用的完整低代码平台厂商。低代码平台的商业模式离不开生态，此次收购将柚子移动的低代码开发能力融入公司的 BIP 生态体系，是对 YonBIP 生态的进一步加强，从而借助生态的力量真正释放低代码平台的商业价值，加速 YonBIP 商业创新平台为全球企业提供数智化转型服务的进程，共同推动数字经济与实体经济的深度融合，赋能传统产业转型升级。

#### ● 柚子移动是一家低代码开发平台公司，拥有国内最大的第三方开发者生态

柚子移动是一家拥有成熟开发者生态的低代码平台公司，迄今已经聚合了众多国内外第三方主流 PaaS 和 SaaS 云服务商的 API，拥有公有模块超过 1300 个、私有模块超过 20000 个、公有 API 超过 20000 个，可供开发者一键调用，进行各种类型的应用开发，其面向有数字化转型以及业务创新需求的企业，通过自研的跨平台开发技术与低代码效率工具，持续加速 IT 生产力的变革。柚子移动经过多年的深度运营，迄今已有 100 万注册开发者广泛使用，建立起了国内最大规模的第三方开发者生态。根据公告，2020 年，柚子移动的营业收入为 3919.41 万元，净利润为-653.70 万元，尚未盈利。

#### ● 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 2021-2023 年营业收入为 110.08、134.36、160.21 亿元，归母净利润为 12.48、15.53、18.58 亿元，EPS 为 0.38、0.47、0.57 元/股，对应 PE 为 86.57、69.55、58.15 倍。公司处于云化转型的关键时期，研发、市场等费用投入较多，净利润率偏低，采用 PS 估值法较为合理。公司过去三年 PS 主要运行在 5-21 倍之间，考虑到云服务业务的高成长态势，维持公司 2021 年 16 倍的目标 PS，对应的目标价为 53.85 元，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；云服务业务转型推进不及预期；新产品研发及推广进度低于预期；人才流失；行业竞争加剧；柚子移动的整合及未来业务的拓展不达预期。

当前价/目标价：33.03 元/53.85 元

目标期限：6 个月

#### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：52.65 / 31.24

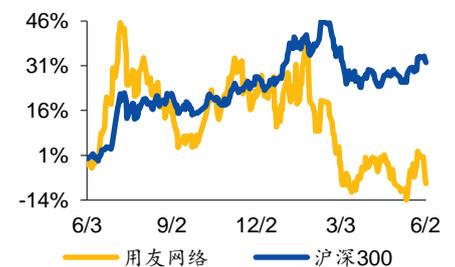
A 股流通股（百万股）：3251.08

A 股总股本（百万股）：3270.53

流通市值（百万元）：107383.24

总市值（百万元）：108025.65

#### 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：与美国战略合作，推进餐饮行业数字化》2021.05.18

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)2020 年年度报告点评：紧抓战略机遇，云服务高增长》2021.03.27

#### 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8509.66	8524.59	11007.92	13435.96	16020.79
收入同比(%)	10.46	0.18	29.13	22.06	19.24
归母净利润(百万元)	1182.99	988.60	1247.81	1553.27	1857.75
归母净利润同比(%)	93.26	-16.43	26.22	24.48	19.60
ROE(%)	16.49	13.11	15.34	17.21	18.42
每股收益(元)	0.36	0.30	0.38	0.47	0.57
市盈率(P/E)	91.31	109.27	86.57	69.55	58.15

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：用友网络过去 3 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10168.32	8772.92	10038.67	11171.88	12132.59
现金	7147.45	5604.88	6125.47	6541.28	6758.94
应收账款	1234.21	1041.71	1338.56	1624.41	1930.50
其他应收款	456.29	432.80	557.00	675.83	802.64
预付账款	90.46	95.49	131.34	166.16	202.12
存货	22.86	423.31	584.13	739.83	902.76
其他流动资产	1217.05	1174.74	1302.18	1424.38	1535.62
<b>非流动资产</b>	7370.07	8177.34	8286.17	8630.84	8964.84
长期投资	1781.94	2472.65	2543.28	2738.76	2903.27
固定资产	2509.50	2432.16	2533.23	2635.29	2738.04
无形资产	870.24	784.90	713.87	665.03	641.73
其他非流动资产	2208.38	2487.64	2495.79	2591.76	2681.81
<b>资产总计</b>	17538.38	16950.26	18324.84	19802.72	21097.43
<b>流动负债</b>	9112.40	7950.14	8628.31	9104.51	9194.06
短期借款	4235.54	2375.40	2511.66	2361.68	1964.77
应付账款	597.05	548.82	759.09	961.37	1173.44
其他流动负债	4279.80	5025.92	5357.57	5781.45	6055.85
<b>非流动负债</b>	131.79	452.84	476.72	491.50	521.26
长期借款	45.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	86.79	452.84	476.72	491.50	521.26
<b>负债合计</b>	9244.19	8402.99	9105.04	9596.01	9715.32
少数股东权益	1121.56	1004.34	1082.94	1180.11	1295.39
股本	2503.90	3270.45	3270.45	3270.45	3270.45
资本公积	1762.11	1096.40	1096.40	1096.40	1096.40
留存收益	3391.81	3418.36	4012.08	4901.40	5961.23
<b>归属母公司股东权益</b>	7172.63	7542.94	8136.86	9026.60	10086.72
<b>负债和股东权益</b>	17538.38	16950.26	18324.84	19802.72	21097.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1533.04	1613.02	1403.06	1804.78	1945.60
净利润	1321.31	1051.38	1326.42	1650.44	1973.03
折旧摊销	334.32	356.62	329.85	323.42	317.55
财务费用	117.79	110.18	41.34	36.38	22.28
投资损失	-287.20	-75.00	-78.79	-83.47	-87.59
营运资金变动	-31.15	-72.77	331.48	-231.51	-322.57
其他经营现金流	77.97	242.60	-547.23	109.50	42.90
<b>投资活动现金流</b>	-182.96	-893.58	-326.74	-544.07	-515.01
资本支出	375.72	591.53	192.18	223.86	246.53
长期投资	180.06	493.04	108.04	302.00	232.01
其他投资现金流	372.82	190.99	-26.53	-18.21	-36.47
<b>筹资活动现金流</b>	-154.60	-2315.49	-555.72	-844.90	-1212.93
短期借款	1079.14	-1860.15	136.26	-149.97	-396.91
长期借款	-126.67	-45.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	586.07	766.55	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-358.65	-665.71	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1334.49	-511.18	-691.98	-694.92	-816.01
<b>现金净增加额</b>	1188.56	-1602.49	520.59	415.81	217.66

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	8509.66	8524.59	11007.92	13435.96	16020.79
营业成本	2942.23	3320.59	4592.18	5830.03	7142.09
营业税金及附加	112.62	98.82	126.59	153.17	181.03
营业费用	1633.78	1536.51	1986.93	2423.18	2882.94
管理费用	1389.01	959.49	1233.99	1499.45	1765.49
研发费用	1630.13	1458.68	1758.11	1894.09	2093.69
财务费用	117.79	110.18	41.34	36.38	22.28
资产减值损失	-36.10	-47.44	-43.39	-40.47	-38.71
公允价值变动收益	235.09	52.30	54.38	57.64	59.72
投资净收益	287.20	75.00	78.79	83.47	87.59
<b>营业利润</b>	1404.62	1120.58	1415.83	1759.75	2103.25
营业外收入	8.76	23.88	16.58	18.09	19.86
营业外支出	9.53	18.29	13.47	14.36	15.63
<b>利润总额</b>	1403.85	1126.17	1418.94	1763.48	2107.48
所得税	82.54	74.79	92.51	113.04	134.46
<b>净利润</b>	1321.31	1051.38	1326.42	1650.44	1973.03
少数股东损益	138.32	62.78	78.61	97.17	115.28
<b>归属母公司净利润</b>	1182.99	988.60	1247.81	1553.27	1857.75
EBITDA	1856.74	1587.38	1787.01	2119.56	2443.09
EPS (元)	0.47	0.30	0.38	0.47	0.57

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.46	0.18	29.13	22.06	19.24
营业利润(%)	48.93	-20.22	26.35	24.29	19.52
归属母公司净利润(%)	93.26	-16.43	26.22	24.48	19.60
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.42	61.05	58.28	56.61	55.42
净利率(%)	13.90	11.60	11.34	11.56	11.60
ROE(%)	16.49	13.11	15.34	17.21	18.42
ROIC(%)	62.32	31.52	34.17	39.50	42.67
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.71	49.57	49.69	48.46	46.05
净负债比率(%)	47.28	28.80	28.11	25.15	20.78
流动比率	1.12	1.10	1.16	1.23	1.32
速动比率	1.11	1.05	1.10	1.15	1.22
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.52	0.49	0.62	0.70	0.78
应收账款周转率	4.75	4.87	7.25	9.07	9.01
应付账款周转率	5.59	5.80	7.02	6.78	6.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.30	0.38	0.47	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.49	0.43	0.55	0.59
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.31	2.49	2.76	3.08
<b>估值比率</b>					
P/E	91.31	109.27	86.57	69.55	58.15
P/B	15.06	14.32	13.28	11.97	10.71
EV/EBITDA	54.93	64.25	57.07	48.12	41.75

## 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