

迎国产化东风，斩获多个千万级大项目

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:	51.82/29.52
目标价格:		总市值(亿)	1,191.45
最新收盘价:	36.43	自由流通市值(亿)	1,184.37
		自由流通股数(百万)	3,251.08

事件概述

7月24日，公司披露2021年限制性股票激励计划（草案），公司拟向2076名激励对象授予的限制性股票数量为1046万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额32.7亿股的0.32%。

大面积股权激励留住优秀员工，21年云+软件业务相比19年增长20%

1、大面积股权激励有利于留住优秀员工，彰显公司对核心业务骨干的高度重视。本次限制性股票激励计划授予对象为2076人，约占公司总员工18082人的11.48%，与2018/2019/2020年股权激励计划对象数量的28/150/1676人相比，授予人数明显增加，实现较大面积的员工覆盖，彰显公司股权激励的普适性。除了3名高管以外，剩下2073名授予对象均为各业务线条的骨干员工，体现用友对核心业务人员的高度重视。

2、业绩考核标准与此前一致，摊销1.9亿元对业绩影响有限。业绩考核方面，本次股权激励考核标准与此前标准一致，即以2019年软件+云业务收入为基准，2021年和2022年分别实现20%和30%以上的同比增长。摊销费用方面，本次股权激励需摊销总费用为1.9亿元，其中2022年摊销1.1亿元，对公司整体业绩影响有限。

YonBIP实现产品在升级，迎国产化东风陆续斩获多个千万级项目

1、继用友3.0战略进入第二阶段，YonBIP产品实现再升级。YonBIP的发布标志用友3.0-II战略的实施落地，今年2月份，YonBIP旗舰版公有云2021-02版发布，增加了新应用和功能。5月初服务于离散制造行业客户的产品U9C发布上市。近期，中型客户市场形成“Yonsuit+U8C+U9C”三箭齐发的产品结构化模式、“全新量化+国产适配”的NCC陆续上线。我们认为，公司已经形成基于云原生架构下，以YonBIP为核心的产品矩阵，产品力进一步提升，已经处于国内业界第一梯队的水平。

2、下游国产替代需求非常旺盛，用友陆续斩获多个千万级大项目。近两个月，用友陆续斩获多笔大额订单，主要客户包括大型国企和商业银行。

6月4日，用友以第一的名次中标重庆中烟数字化建设项目，中标金额3500万。该项目以YonBIP为基础打造全新一代烟草工业系统，形成标杆有望向整个烟草行业推广。

6月21日，用友与航天科技集团神软公司战略合作签约。双方携手支持航天科技集团总部及各级企业，从十四五规划伊始实现数字化转型，打造一级央企集团数字化+YonBIP应用标杆！

此后，用友陆续签约了多家大型商业银行项目，包括邮储银行HR项目（1500万）、光大银行HR项目（980万）等，其中，光大银行项目实现了对老牌ERP厂商SAP的产品替换。

我们认为，中国ERP产业迎来了难得的国产化时代机遇，作为中国企业级服务龙头厂商，最有实力率先迈出国产化的步伐，赢得大型&超大型企业市场最大的份额。

投资建议

我们维持盈利预测不变，预计2021-2023年公司实现营收收入分别为103.4/133.0/172.4亿元，归母净利润分别为12.2/16.6/23.1亿元。考虑到ERP国产化趋势的确定性和用友云业务的高增长，持续推荐，维持“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	3,756	4,890
销售费用	1,537	2,171	2,792	3,619	资本开支	-575	-93	240	233
管理费用	959	1,447	1,994	2,585	投资	-537	0	0	0
财务费用	110	-38	-105	-233	投资活动现金流	-894	62	307	233
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	1,981	2,759	筹资活动现金流	-2,315	-90	150	77
营业外收支	6	8	7	20	现金净流量	-1,602	1,348	4,213	5,199
利润总额	1,126	1,550	1,988	2,779	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	6,953	11,166	16,365	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	1.29	1.49	1.67
流动资产合计	8,773	10,809	14,967	20,043	速动比率	1.00	1.24	1.43	1.59
长期股权投资	2,473	2,473	2,473	2,473	现金比率	0.71	0.83	1.11	1.36
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	1,018	864	597	经营效率				
非流动资产合计	8,177	7,968	7,357	6,808	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	14,368					
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。

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、网络安全研究方向

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。