

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

## 用友网络 (600588.SH)

鲁立 计算机行业分析师

执业编号: S1500520030003

联系电话: +86 13916253156

邮箱: luli@cindasc.com

罗云扬 计算机行业分析师

执业编号: S1500521010001

联系电话: +86 17806712169

邮箱: luoyunyang@cindasc.com

### 相关研究

【信达计算机】用友网络：企业服务新时代，国产龙头强者恒强  
202104

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 定增审核通过，BIP 平台优势独特

2021年08月02日

- **事件：**8月2日公司公告中国证监会发行审核委员会对公司非公开发行股票的应用进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票的应用获得通过。截至本公告日，公司尚未收到中国证监会的书面核准文件，公司将在收到中国证监会予以核准的正式文件后另行公告。
- **定增项目中近 46 亿资金投入将 YonBIP 平台建设。**根据公司最新修订稿，公司 YonBIP 平台建设定增项目总金额为 52.98 亿元，其中 YonBIP 平台建设投入 45.97 亿元。而 7 月 23 日公司发布 21 年股权激励计划，坚定“云+软件”主业，累计激励覆盖人数扩大至近 4000 人。**我们认为，YonBIP 面向企业数字化升级与商业创新，是公司平台化转型的核心产品体系，此次定增给予公司充足研发资金，股权激励绑定核心技术团队，后续技术创新与产品迭代有望加速。**
- **组织架构清晰，坚持产品化研发。**根据公司 7 月 22 日定增项目监管审议函回复，公司专门设立了 BIP 产品部，负责整合云平台事业群内的云产品本部、集团产品与业务规划部、集团技术与架构规划部，并支持云平台、中高端业务的发展。BIP 产品本部的技术和产品研发与其他产品的研发、生产可以进行明确区分，同时平台、各领域等子模块部门划分明晰。**我们认为，明确的技术人员分工是产品标准化基础，目前公司拥有多个在建标杆项目，深度打磨后产品力有望大幅提升。**
- **“大平台+大生态”，YonBIP 产品助力公司实现规模化。**我们认为，从下游企业角度，企业达到一定规模后，IT 系统相关需求定制化具有必然性，而传统 IT 架构下，IT 服务商难以将面向单客户的开发成果快速复制。公司 YonBIP 基于云原生的 luap 平台打造，凭借多年业务深耕已经形成优势显著的技术/数据/业务中台，以此为基专注于平台与标准化产品研发，借助生态力量实现产品客制化。目前已有大量大型企业客户采购公司 luap 平台作为数字化转型底座，而相关企业上下游联动间亦有望产生新的商机，看好未来公司 BIP 产品规模化，同时单客户价值持续深挖与平台分润空间巨大。
- **盈利预测与估值评级。**短期看，市场对于公司 BIP 类云业务认可度逐步加深，公司有望迎来估值修复。中期看，国产替代空间巨大，今年以来公司接连中标央国企/超大型民企国产化项目。长期看，目前公司在华为等超大型标杆客户项目中坚持标准化产品打磨，相关产品落地后，规模化复制将带动公司云收入与利润快速增长。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 101.94/147.16/213.38 亿元，归母净利润分别为 11.92/14.32/17.77 亿元，市盈率 P/E 为 108/90/72 倍。**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**1、产品研发不及预期；2、竞争加剧；3、国产替代不及预期；4、宏观经济下行。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	8,510	8,525	10,194	14,716	21,338
增长率 YoY %	10.5%	0.2%	19.6%	44.4%	45.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,183	989	1,192	1,432	1,777
增长率 YoY%	93.3%	-16.4%	20.6%	20.1%	24.1%
毛利率%	65.4%	61.0%	62.1%	62.3%	62.8%
净资产收益率ROE%	16.5%	13.1%	13.7%	14.1%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.30	0.36	0.44	0.54
市盈率 P/E(倍)	78.52	145.13	108.02	89.96	72.49
市净率 P/B(倍)	12.95	19.02	14.82	12.73	10.83

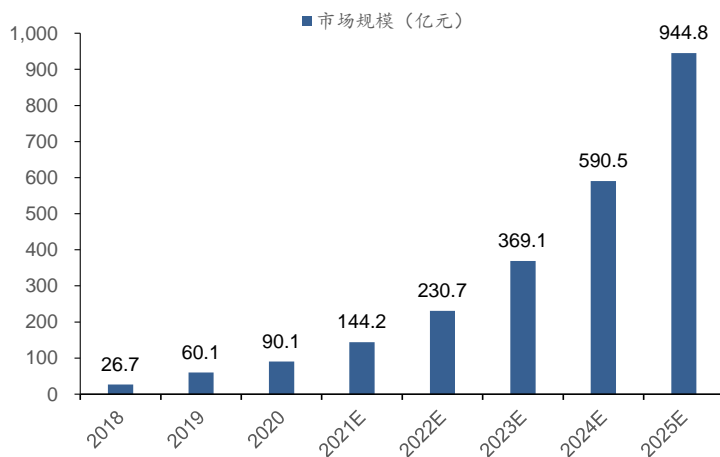
资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价: 31.99 元

表 1: 用友产品落地与客户情况

产品类型	项目时间	落地情况
iuap平台	截止2020年	一汽、中兴、中国海关、南山集团、华新丽华、山东高速、德荣、西贝、七千猫、明日控股、飞鹤等
营销云(CRM)	截止2020年	飞鹤、华为、大疆、露露、青岛啤酒、新希望六和等 用友营销云注册企业超过3万7千家, 帮助近3000家中大型企业实现营销数字化转型, 为30多个细分行业的50余家TOP10企业提供营销数字化转型服务。赛迪顾问统计: 用友CRM中国市场占有率第一。用友营销云连续三年荣获中国IT用户满意度调查第一。
财务云	截止2020年	绿城服务集团、上海宝冶集团、鞍钢集团、延长石油集团, 南粤交通、雅居乐、云南烟草等、葛洲坝集团、包钢集团、广物控股集团、广东恒健投资控股、南粤交通、河南水利投资集团、云南建设投资集团、筑福集团、中国电建集团海外投资有限公司、北京汽车集团、南方航空、安徽省皖投集团 YoBIP 管理会计模块: 已帮助上千家企业实现了管理会计数智化转型, 其中千亿级以上体量的大型企业近40家, 一级央企10余家。 YonBIP 合并产品: 首农集团、中检集团、工银租赁、中银投资、蓝光地产、珠江实业、华新丽华等
人力云	截止2020年	中海油、中国航发集团、国家管网集团、中国国际航空公司、南方航空公司、中国诚通集团、南水北调、华润雪花等 6000余家(世界500强企业36家, 中国500强企业159家)大中型企业客户推进了人力资源管理数智化转型, 服务28万家下属成员企业, 5600万余用户, 在全集团统建数字人力平台的70余家央企中, 用友占据了其中三分之一的份额, 超过第二、三名总和, 在大中型客户群中占据了绝对领先的市场地位。
制造云	截止2020年	中国龙工、华新丽华、新海集团、亚洲硅业、泰山水泥、三友化工、新朋联众、闽钢集团、中核苏阀等 制造云面向工厂级、集团级、社会级提供不同SaaS应用, 主要有: 物联服务、智能制造(工厂模型、车间服务、品质管理、能源管理、安环管理、生产检查、辅助调度、文档管理、智能配料)、研发管理等。

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 1: 中国中台市场规模与预测



资料来源: 海比研究院, 信达证券研发中心

**表 2：用友定增项目投向**

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金投入额 (亿元)
1	用友商业创新平台YonBIP建设项目	45.97	45.97
2	用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目	6.28	6.28
3	补充流动资金及归还银行借款	0.73	0.73
合计		52.98	52.98

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 3：用友定增 YonBIP 平台建设项目中软件开发成本细则**

岗位	2020年7-12月		2021年		2022年		2023年1-6月	
	人数	金额(亿元)	人数	金额(亿元)	人数	金额(亿元)	人数	金额(亿元)
产品管理	125	0.33	199	1.01	258	1.52	280	1.00
用户体验	48	0.08	105	0.41	150	0.73	176	0.53
架构	84	0.23	121	0.65	156	0.92	175	0.59
运维	26	0.04	66	0.22	96	0.40	110	0.29
开发	889	1.43	1324	4.59	1722	6.99	1856	4.53
测试	231	0.28	451	1.18	627	2.00	722	1.37
合计	1403	2.39	2266	8.06	3009	12.57	3319	8.31
直接人力成本总计(亿元)					31.33			
间接成本总计(亿元)					2.21			
总计(亿元)					33.54			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 4：用友 YonBIP 平台建设计划**

年度	第1年	第2年	第3年
主题	夯实基础、补齐短板，YonBIP产品线基本完整，支撑生态创新	平台生态运营，海外拓展，产业互联网开花，数据智能突破	数据智能落地，企业服务平台领先，商业创新生态繁荣，形成亚洲第一生态
关键任务	1、夯实平台底座-数字化建模、社会化、全球化、打磨功能、提升体验，快速交付。补充应用构建，开放连接平台加强API、连接器运营，健全生态支撑，启动生态运营。2、数据智能服务加速应用融合，价值变现，确立数据智能服务新模式。3、大型企业级云服务产品线基本完整，智能财务领域、人力云、供应链云大力突破4、Yonsuite成熟，初步规模化5、基于营销云、采购云、供应链云孵化产业互联网业务原型。	1、应用构建持续成熟，开放连接，嵌入/被嵌入持续推进，交付生态成熟，开发者运营，实现生态规模快速增长。2、财务、人力、供应链通用领域云服务产品成熟。能力化全域中台初步成熟，平台化交付模式确定。3、建立大型企业级全面数字化云服务客户样板客户20家，财税、营销、采购领域规模化增长。构建全球化产品能力增强，支撑全球化业务。4、智能制造工业互联网基本成型。5、Yonsuite高速增长，服务业，规模化6、社会化全产业链打通，产业互联网批量落地，带动云服务客户规模快速增长，实现营销、采购云1-5家样板。7、数据服务规模化，精准营销突破，企业智能大脑初步能支持业务。	1、大型企业企业级云服务产品完整、成熟、规模化。能全面国产化替代推广，和全球化推广，财税能成为国内首选云服务2、YonSuite全球化，规模化运营3、实现3-5个行业产业互联网平台、工业互联网平台，产业互联网运营业务创新发展，商业模式创新，高速增长4、数据服务成为数智化核心竞争力和客户价值，智能大脑能成我们产业互联网核心引擎，竞争力。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 5：用友 YonBIP 部门组织架构**

部门名称	负责内容
BIP产品管理部	BIP产品的规划与管理
BIP总体技术架构部	BIP产品的总体设计
智多星AI产品部	技术平台、数据中台等加强发展
应用平台产品部	加快iUAP应用平台与领域行业产品的结合
财税专项相关部门	智能会计产品部、友报账与财资云产品部、税务云与会计档案产品部
其他	数据中台部、供应链云产品部、营销云产品部、云平台产品部
YonSuite产品部	负责公司YonSuite产品。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**财务附表**

资产负债表						利润表					
		单位: 百万元						单位: 百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>10,168</b>	<b>8,773</b>	<b>12,101</b>	<b>17,134</b>	<b>23,553</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,510</b>	<b>8,525</b>	<b>10,194</b>	<b>14,716</b>	<b>21,338</b>
货币资金	7,147	5,605	8,510	11,911	15,852	营业成本	2,942	3,321	3,865	5,550	7,939
应收票据	133	110	144	206	296	营业税金及附加	113	99	128	182	263
应收账款	1,234	1,042	1,396	2,298	3,683	销售费用	1,634	1,537	1,835	2,649	3,841
预付账款	90	95	116	194	318	管理费用	1,389	959	1,121	1,619	2,347
存货	23	423	424	684	1,087	研发费用	1,630	1,459	1,835	2,796	4,268
其他	1,540	1,498	1,511	1,840	2,317	财务费用	118	110	115	165	225
<b>非流动资产</b>	<b>7,370</b>	<b>8,177</b>	<b>7,901</b>	<b>7,901</b>	<b>7,901</b>	减值损失合计	-36	-47	-50	-54	-57
长期股权投资	1,782	2,473	2,473	2,473	2,473	投资净收益	287	75	51	51	52
固定资产(合计)	2,510	2,432	2,432	2,432	2,432	其他	469	53	97	-102	-394
无形资产	870	785	785	785	785	<b>营业利润</b>	<b>1,405</b>	<b>1,121</b>	<b>1,392</b>	<b>1,651</b>	<b>2,057</b>
其他	2,208	2,488	2,211	2,211	2,211	营业外收支	-1	6	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>17,538</b>	<b>16,950</b>	<b>20,002</b>	<b>25,034</b>	<b>31,454</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,404</b>	<b>1,126</b>	<b>1,397</b>	<b>1,656</b>	<b>2,062</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,112</b>	<b>7,950</b>	<b>9,761</b>	<b>13,254</b>	<b>17,760</b>	所得税	83	75	108	117	149
短期借款	4,236	2,375	3,375	4,875	6,375	<b>净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,051</b>	<b>1,289</b>	<b>1,539</b>	<b>1,913</b>
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	138	63	96	107	137
应付账款	597	549	635	912	1,305	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,183</b>	<b>989</b>	<b>1,192</b>	<b>1,432</b>	<b>1,777</b>
其他	4,280	5,026	5,750	7,466	10,080	EBITDA	1,136	1,507	1,409	1,921	2,681
<b>非流动负债</b>	<b>132</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	EPS(当年)	0.36	0.30	0.36	0.44	0.54
长期借款	45	0	0	0	0	(元)					
其他	87	453	453	453	453						
<b>负债合计</b>	<b>9,244</b>	<b>8,403</b>	<b>10,213</b>	<b>13,707</b>	<b>18,213</b>						
少数股东权益	1,122	1,004	1,101	1,208	1,344						
归属母公司股东权益	7,173	7,543	8,688	10,120	11,897						
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,538</b>	<b>16,950</b>	<b>20,002</b>	<b>25,034</b>	<b>31,454</b>						

重要财务指标					
		单位: 百万元			
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,510	8,525	10,194	14,716	21,338
同比(%)	10.5%	0.2%	19.6%	44.4%	45.0%
归属母公司净利润	1,183	989	1,192	1,432	1,777
同比(%)	93.3%	-16.4%	20.6%	20.1%	24.1%
毛利率(%)	65.4%	61.0%	62.1%	62.3%	62.8%
ROE(%)	16.5%	13.1%	13.7%	14.1%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.30	0.36	0.44	0.54
P/E	78.52	145.13	108.02	89.96	72.49
P/B	12.95	19.02	14.82	12.73	10.83
EV/EBITDA	60.14	93.08	87.80	63.42	44.52

现金流量表					
		单位: 百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,533</b>	<b>1,613</b>	<b>1,734</b>	<b>2,009</b>	<b>2,609</b>
净利润	1,321	1,051	1,289	1,539	1,913
折旧摊销	334	357	0	0	0
财务费用	153	139	115	165	225
投资损失	-287	-75	-51	-51	-52
营运资金变动	113	-118	337	308	471
其它	-101	259	44	48	51
<b>投资活动现金流</b>	<b>-183</b>	<b>-894</b>	<b>333</b>	<b>57</b>	<b>58</b>
资本支出	-296	-575	282	6	6
长期投资	-170	-537	0	0	0
其他	283	218	51	51	52
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-155</b>	<b>-2,315</b>	<b>838</b>	<b>1,335</b>	<b>1,275</b>
吸收投资	167	425	0	0	0
借款	909	-1,950	1,000	1,500	1,500
支付利息或股息	-798	-929	-115	-165	-225
现金净增加额	1,189	-1,602	2,905	3,401	3,942

## 研究团队简介

**鲁立**，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，17、19年所在团队新财富第四，2020年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

**罗云扬**，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。