

证券研究报告

公司研究

点评报告

用友网络(600588.SH)

投资评级：买入

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

云收入翻倍增长，市拓战略进一步明晰

2021年08月19日

- **事件：**8月18日公司发布21年半年报，报告期内实现营业收入31.77亿元，同比增长7.7%，实现归母净利润2.15亿元，同比增长740%，实现扣非净利润-0.65亿元，主要是因公司加速推进向云服务业务转型，战略加大对研发、市场营销与销售的投入所致。
- **云服务实现翻倍式增长，占“云+软件”比重突破50%。**报告期内，公司金融业务按战略规划继续收缩，实现收入2.2亿元，同比下降63.2%。公司实现“云+软件”收入达29.5亿元，同比增长26.3%，其中云服务收入15.06亿元，同比增长100.7%，占比51%。公司云服务业务合同负债为12.4亿元，较上年年末增长14.6%，云服务业务年度经常性收入（ARR）实现8.33亿元。新增云付费客户6.57万家，累计付费客户66.7万家。我们认为，公司云转型战略进展顺利，未来在大型企业IT系统国产化与YonBIP靶向的企业数智化趋势下，公司云业务有望持续保持爆发式增长。
- **市拓战略进一步清晰，践行分层与针对性经营。**报告期内，**大型客户：**公司紧抓数智化与国产化机遇，在央企市场取得较大突破，“云+软件”收入19.8亿元，同比33.8%，其中云服务收入10.6亿元，同比91.5%；**中型客户：**公司持续加快云转型，以Yonsuite为主，加之U8C/U9C多线齐发，“云+软件”收入3.72亿元，同比10.3%，其中云服务收入1.0亿元，同比99.1%；**小微企业：**公司全面推进云服务业务优先、订阅优先策略，云收入1.89亿元，同比增长140.4%。**G端客户：**云收入1.5亿元，同比132.5%。我们认为，目前公司战略方针清晰，针对不同客户实行靶向性策略，预计未来大型企业市场优势不断巩固，中下市场占有率有望快速提升。
- **研发投入不断加大，龙头地位稳固。**报告期内，公司研发投入9.5亿元，同比增长38.9%，研发投入营收占比为30.0%，较上年同期增加6.7个百分点。其中，BIP实现了同一技术底座/代码/平台满足不同规模的客户对多云部署需求。持续加强YonBIP的统一技术平台iuap研发，推出YonBuilder低代码开发平台、数据中台（数据工场、企业画像）、智能中台等产品的多种新应用和新特性，战略并购柚子移动（APICloud），形成用友YonBuilder+APICloud的低代码双平台布局，未来将打造统一标准的通用型低代码开发平台的升级版，支撑企业服务开发者的全场景应用开发。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

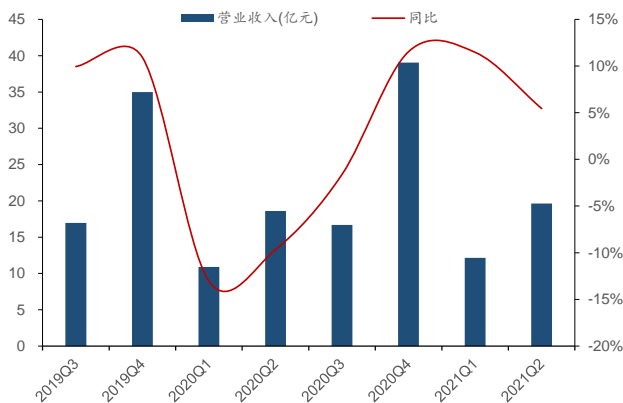
模化复制将带动公司云收入与利润快速增长。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 101.94/147.16/213.38 亿元, 归母净利润分别为 11.92/14.32/17.77 亿元, 市盈率 P/E 为 102/85/68 倍。维持“买入”评级。

- **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	102.17	85.09	68.57
市净率 P/B(倍)	12.95	19.02	14.02	12.04	10.24

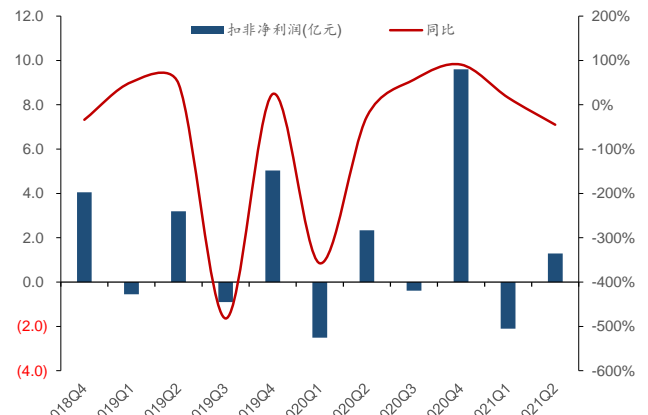
资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2021 年 8 月 18 日收盘价: 37.25 元

图 1: 公司单季度营业收入与增速



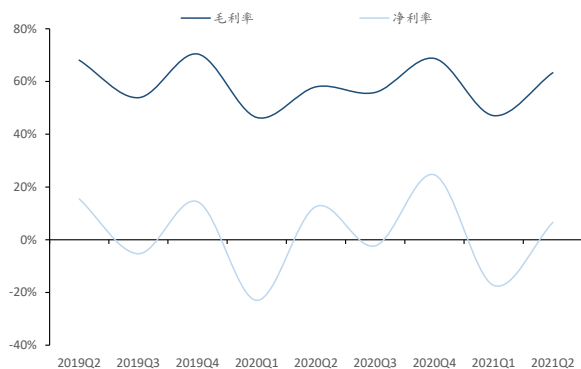
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 公司扣非净利润与增速



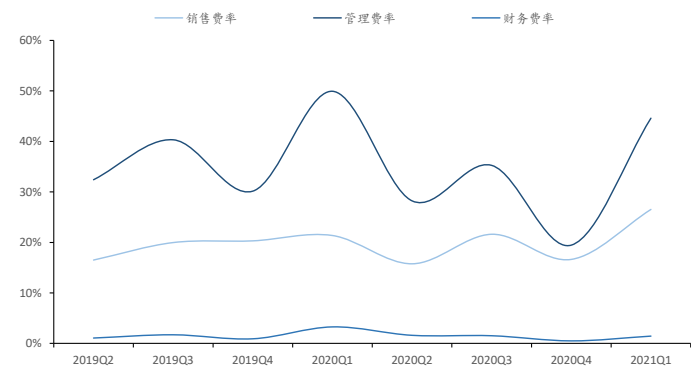
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 公司毛利率与净利率



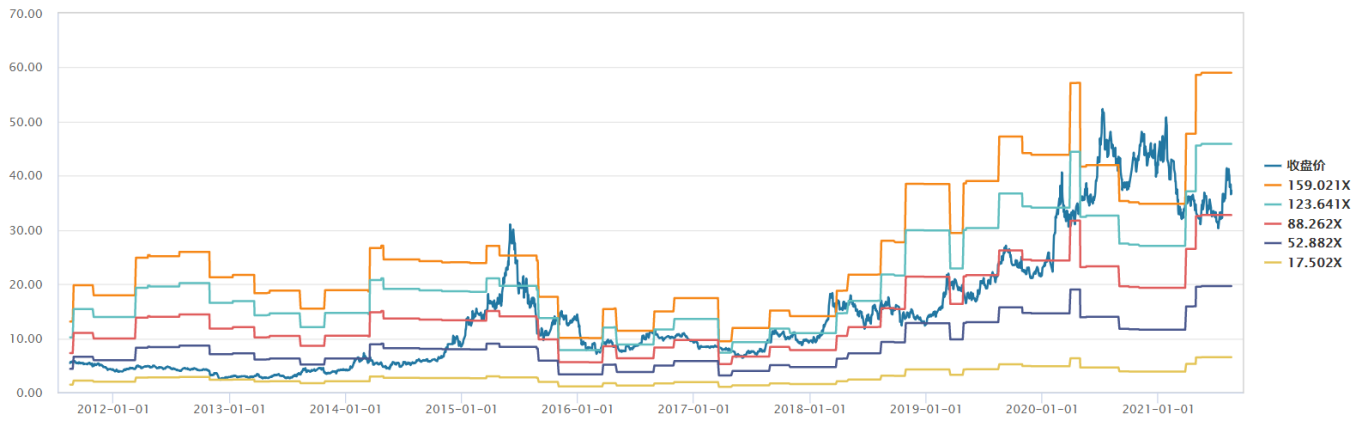
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司三项费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司 PE band



资料来源:Wind, 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
流动资产	10,168	8,773	12,101	17,134	23,553	营业总收入	8,510	8,525	10,194	14,716	21,338
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
非流动资产	7,370	8,177	7,901	7,901	7,901	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	营业利润	1,405	1,121	1,392	1,651	2,057
其他	2,208	2,488	2,211	2,211	2,211	营业外收支	-1	6	5	5	5
资产总计	17,538	16,950	20,002	25,034	31,454	利润总额	1,404	1,126	1,397	1,656	2,062
流动负债	9,112	7,950	9,761	13,254	17,760	所得税	83	75	108	117	149
短期借款	4,236	2,375	3,375	4,875	6,375	净利润	1,321	1,051	1,289	1,539	1,913
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	归属母公司净利润	1,183	989	1,192	1,432	1,777
其他	4,280	5,026	5,750	7,466	10,080	EBITDA	1,136	1,507	1,409	1,921	2,681
非流动负债	132	453	453	453	453	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						
负债合计	9,244	8,403	10,213	13,707	18,213						
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						
负债和股东权益	17,538	16,950	20,002	25,034	31,454						

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	102.17	85.09	68.57
P/B	12.95	19.02	14.02	12.04	10.24
EV/EBITDA	60.14	93.08	82.86	59.79	41.92

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,533	1,613	1,734	2,009	2,609
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
投资活动现金流	-183	-894	333	57	58
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
筹资活动现金流	-155	-2,315	838	1,335	1,275
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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。