

创新技术与企业服务研究中心

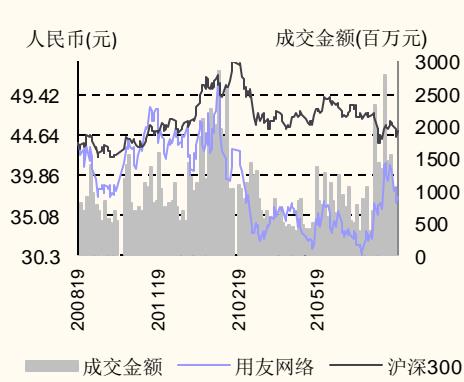
用友网络(600588.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 37.25元

云转型坚定，未来剑指高精尖制造**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	32.71
已上市流通A股(亿股)	32.51
总市值(亿元)	1,218.27
年内股价最高最低(元)	50.78/30.30
沪深300指数	4894
上证指数	3485

**公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	9,451	11,532	14,668
营业收入增长率	10.46%	0.18%	10.87%	22.02%	27.19%
归母净利润(百万元)	1,183	989	479	184	256
归母净利润增长率	93.26%	-16.43%	-51.53%	-61.51%	38.85%
摊薄每股收益(元)	0.472	0.302	0.147	0.056	0.078
每股经营性现金流净额	0.47	0.33	-0.21	0.34	0.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.49%	13.11%	6.06%	2.27%	3.06%
P/E	60.11	145.13	254.24	660.49	475.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司近况

- 8月18日公司发布21年半年报，报告期内实现营收31.77亿元，同比增长7.7%；净利润2.15亿元，同比增长740%，系投资收益同比增加影响；扣非净利润同比增加0.65亿元。总体符合预期。

事件点评

- **云业务收入快速提升，转型战略执行坚定。** 报告期云+软件业务收入29.51亿元，同比提升26.3%；云服务超软件业务收入，占二者合计收入51%，战略转型拐点出现；订阅相关合同负债6.54亿元，相比年初增加38.3%，在云合同负债中占比超50%。公司坚定执行“强产品、占市场、提能力”的转型战略，加大研发、销售投入，报告期内研发投入9.54亿元，同比增长38.9%（占营收30%），销售费用7.88亿元，同比增长49.71%。聚焦主业，处置子公司畅捷通支付及原持有大易云股权，投资收益3.26亿元。
- **产品力、客户优势显著，大额订单持续落地。** 根据Gartner、IDC等第三方机构数据，公司在ERP、财务等SaaS市场占有率第一，YonBIP产品发布后基于同一个技术底座、同一套代码、同一个平台，多箭齐发，提供丰富的产品矩阵满足不同客户的不同部署需求。深耕行业30多年，对业务的理解力、大客户服务经验为其核心优势。报告期内云服务累计付费客户数66.73万，云+软件订单增长28.4%，其中华为、中国化工、宝马等多家大型/巨型企业订单落地，有望把握数智化与国产化替代双重机遇。
- **未来剑指工业互联网，新生态全面启航，格局大开。** 5月刚发布的U9 Cloud主要服务半导体、新能源、光伏等高精尖制造业，6月直销已超过40单，与公司打磨已久的PLM、MES等产品同为BIP面向工业企业的全面应用。为把握市场机会、提升高产品化交付比例，公司大力发展ISV、SSP、GTP等生态合作伙伴，并引进高端人才。我们看好公司前景，预测云业务转型加速，未来三年云业务收入复合增速50%+。

盈利调整及投资建议

- 我们调减原金融及软件业务收入，提升三费约15PP，预计21-23年营收94.51亿元(-17.7%) / 115.32亿元(-19.6%) / 146.7亿元(-19.8%)，归母净利4.79亿元(-65.5%) / 1.84亿元(-89.7%) / 2.56亿元(-88.6%)。分部估值给予公司22年目标市值1543.22亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 企业上云不及预期；市场竞争加剧；高端ERP市场国产化进程低于预期。

罗露

分析师SAC执业编号:S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

联系人
shaoiyikai@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	7,703	8,510	8,525	9,451	11,532	14,668		货币资金	5,531	7,147	5,605	7,674	8,515	11,902
增长率	10.5%	0.2%	10.9%	22.0%	27.2%		应收款项	1,899	1,824	1,584	2,030	2,486	3,158	
主营业务成本	-2,315	-2,942	-3,378	-3,813	-4,738	-6,116	存货	22	23	423	515	675	867	
%销售收入	30.0%	34.6%	39.6%	40.3%	41.1%	41.7%	其他流动资产	889	1,174	1,160	1,223	1,296	1,368	
毛利	5,389	5,567	5,147	5,638	6,794	8,552	流动资产	8,340	10,168	8,773	11,443	12,972	17,294	
%销售收入	70.0%	65.4%	60.4%	59.7%	58.9%	58.3%	%总资产	54.8%	58.0%	51.8%	58.9%	61.3%	67.3%	
营业税金及附加	-110	-113	-99	-142	-173	-220	长期投资	2,380	2,877	3,570	3,720	3,880	4,040	
%销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	2,519	2,510	2,507	2,523	2,534	2,540	
销售费用	-1,649	-1,634	-1,537	-2,174	-2,583	-3,198	%总资产	16.6%	14.3%	14.8%	13.0%	12.0%	9.9%	
%销售收入	21.4%	19.2%	18.0%	23.0%	22.4%	21.8%	无形资产	1,868	1,779	1,955	1,737	1,782	1,842	
管理费用	-1,465	-1,389	-959	-1,446	-1,707	-2,142	非流动资产	6,881	7,370	8,177	7,980	8,196	8,422	
%销售收入	19.0%	16.3%	11.3%	15.3%	14.8%	14.6%	%总资产	45.2%	42.0%	48.2%	41.1%	38.7%	32.7%	
研发费用	-1,301	-1,630	-1,459	-2,221	-2,537	-3,080	资产总计	15,221	17,538	16,950	19,423	21,168	25,716	
%销售收入	16.9%	19.2%	17.1%	23.5%	22.0%	21.0%	短期借款	3,314	4,326	2,420	5,605	6,010	8,691	
息税前利润 (EBIT)	864	802	1,093	-344	-206	-88	应付款项	1,296	1,930	1,867	1,982	2,455	3,083	
%销售收入	11.2%	9.4%	12.8%	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	2,738	2,857	3,663	2,762	3,343	4,248	
财务费用	-110	-118	-110	-95	-113	-163	流动负债	7,348	9,112	7,950	10,349	11,808	16,021	
%销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	1.1%	长期贷款	172	45	0	10	22	35	
资产减值损失	-294	172	265	154	30	46	其他长期负债	49	87	453	95	98	102	
公允价值变动收益	0	235	52	47	50	50	负债总计	7,569	9,244	8,403	10,454	11,928	16,158	
投资收益	101	287	75	400	100	100	普通股股东权益	6,571	7,173	7,543	7,910	8,120	8,374	
%税前利润	10.6%	20.5%	6.7%	72.9%	39.8%	29.6%	其中：股本	1,918	2,504	3,270	3,270	3,270	3,270	
营业利润	943	1,405	1,121	545	247	323	未分配利润	1,786	2,395	2,257	2,545	2,655	2,809	
营业利润率	12.2%	16.5%	13.1%	5.8%	2.1%	2.2%	少数股东权益	1,081	1,122	1,004	1,059	1,119	1,184	
营业外收支	7	-1	6	4	4	15	负债股东权益合计	15,221	17,538	16,950	19,423	21,168	25,716	
税前利润	950	1,404	1,126	548	251	338								
利润率	12.3%	16.5%	13.2%	5.8%	2.2%	2.3%								
所得税	-140	-83	-75	-14	-7	-17								
所得税率	14.7%	5.9%	6.6%	2.6%	2.6%	5.0%								
净利润	810	1,321	1,051	534	244	321								
少数股东损益	198	138	63	55	60	65								
归属于母公司的净利润	612	1,183	989	479	184	256								
净利率	7.9%	13.9%	11.6%	5.1%	1.6%	1.7%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金净流	2,043	1,189	1,082	-676	1,125	1,545	每股指标							
净利润	810	1,321	1,051	534	244	321	每股收益	0.319	0.472	0.302	0.147	0.056	0.078	
少数股东损益	198	138	63	55	60	65	每股净资产	3.430	2.865	2.306	2.418	2.483	2.560	
非现金支出	541	162	91	63	207	212	每股经营现金流	1.066	0.475	0.331	-0.207	0.344	0.472	
非经营收益	5	-408	57	-68	228	319	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.059	0.023	0.031	
营运资金变动	686	113	-118	-1,205	446	694	回报率							
							净资产收益率	9.32%	16.49%	13.11%	6.06%	2.27%	3.06%	
							总资产收益率	4.02%	6.75%	5.83%	2.47%	0.87%	1.00%	
							投入资本收益率	6.60%	5.95%	9.29%	-2.30%	-1.31%	-0.46%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	21.44%	10.46%	0.18%	10.87%	22.02%	27.19%	
							EBIT增长率	26.13%	-7.18%	36.35%	-131.46%	-40.17%	-57.38%	
							净利润增长率	57.33%	93.26%	-16.43%	-51.53%	-61.51%	38.85%	
							总资产增长率	8.46%	15.23%	-3.35%	14.59%	8.98%	21.49%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	68.3	56.3	48.7	50.0	50.0	50.0	
							存货周转天数	4.2	2.8	24.1	47.0	50.0	50.0	
							应付账款周转天数	71.6	65.3	61.9	65.0	63.5	66.0	
							固定资产周转天数	98.2	107.6	104.1	93.0	75.3	58.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-26.73%	-36.15%	-39.95%	-26.05%	-30.41%	-37.18%	
							EBIT利息保障倍数	7.9	6.8	9.9	-3.6	-1.8	-0.5	
							资产负债率	49.73%	52.71%	49.57%	53.82%	56.35%	62.83%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	16	31	46	116
增持	1	3	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.16	1.09	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-30	买入	42.00	49.12 ~ 49.12
2	2020-09-02	买入	42.31	49.69 ~ 49.69
3	2020-10-23	买入	41.43	62.23 ~ 62.23
4	2020-11-01	买入	43.15	N/A
5	2021-01-06	买入	46.60	N/A
6	2021-02-18	买入	43.26	N/A
7	2021-02-27	买入	36.90	52.74 ~ 62.23
8	2021-03-28	买入	35.20	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402