

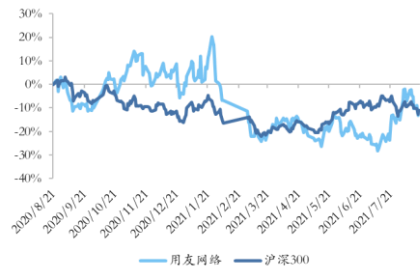
## 21H1 云业务占比首超软件，L1 客户持续突破

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-20

收盘价（元）	37.25
近12个月最高/最低（元）	51.49/29.52
总股本（百万股）	3270.53
流通股本（百万股）	3251.08
流通股比例（%）	99.41
总市值（亿元）	1182.30
流通市值（亿元）	1175.27

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

### 联系人：赵阳

执业证书号：S0010120050035

邮箱：zhaoyang@hazq.com

### 联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

### 相关报告

- 《华安证券\_公司研究\_计算机行业\_深度报告\_用友网络：企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来》2020-08-25
- 《华安证券\_公司研究\_计算机行业\_点评报告\_用友网络：云业务持续增长，YonBIP 战略发布》2020-08-31
- 《华安证券\_公司研究\_计算机行业\_点评报告\_用友网络：云业务高速增长，YonBIP 生态持续完善》2021-04-01

### 主要观点：

#### ● 事件概况

公司于2021年8月18日发布中报，2021年上半年实现营业收入31.77亿元，同比增长7.69%，若剔除金融业务的影响，“软件+云”实现收入29.51亿元，同比增长26.3%。21H1实现归母净利润2.15亿元，同比增长740.02%，主要受到畅捷通支付剥离获得的投资收益影响。剔除该影响，21H1实现扣非后归母净利润-0.81亿元，亏损同比有所扩大，主要是公司继续抢抓数智化、国产化和国际化的三浪叠加机遇，投入继续加大。我们认为公司半年报符合预期，当前公司正处于3.0-II的战略转型阶段，云业务发展趋势良好，L1客户持续突破，未来发展空间广阔。

#### ● 21H1 云业务快速增长，占比首超软件收入，云化拐点显现

21H1公司实现云业务收入15.06亿元同比增长100.7%，占“软件+云”收入的比例达到51%，云业务收入首次超过软件业务，我们认为这标志着公司云化转型的拐点显现，未来公司云业务收入占比有望持续提升，从而真正实现从传统企业信息化提供商向全球领先的企业级云服务商转型。具体来看，云业务的发展情况如下：

1) **云收入结构来看**：21H1大型企业实现云收入10.62亿元，同比增长92%；中型企业实现云收入1.06亿元，同比增长99%；小微企业实现云收入1.90亿元，同比增长140%；政府与其他公共组织实现云收入1.50亿元，同比增长133%，各项业务线均呈现良好的发展态势。

2) **客户数和续费率来看**：21H1累积付费客户数66.73万家，较年初增加6.57万家，同比20H1增长17.67%。续费率来看，大型企业续费率94.53%，中型企业续费率71.38%，小微企业续费率79.86%，政府与公共组织续费率100%。我们认为公司云业务客户数持续增长，续费率保持在较好的水平，体现出云业务发展的良好态势。

3) **合同负债来看**：21H1公司实现合同负债12.43亿元，较2020年末增加14.6%，其中订阅相关的合同负债6.54亿元，较2020年末增长38.3%。我们认为合同负债实则体现的是公司云业务中未确认收入部分的预收款项，订阅相关的合同负债快速增长，反映了公司公有云业务的迅速发展。

4) **年度经常性收入 (ARR) 来看**：公司21H1按年化还原的ARR为8.34亿元，其中大型企业ARR为4.31亿元，中型企业为0.75亿元，小微企业为2.87亿元，政府及公共组织为0.41亿元。我们预计公司全年有望实现云业务收入62亿元，则以当前的ARR来估算，订阅制收入占比将达到13.5%，全年这一比例仍有望提升。

5) **生态建设来看**：21H1公司云市场累积入驻伙伴9000家，较年初增加1000家，累积入驻云产品及服务14000款，较年初新增3000款。公司当前正在积极构建相应的产业生态，合作伙伴持续增加。

● **L1 客户持续突破，积极把握超大型企业国产化机遇**

公司面向巨型/超大型/大型企业的数字化转型，正在积极推动 YonBIP 为核心的数智化商业创新解决方案，力图把握超大型企业国产化的新机遇。从 21H1 的情况来看，公司 L1 客户拓展情况良好：

1) **收入增速来看：**21H1 公司大型企业实现“软件+云”总收入 19.79 亿元，同比增长 33.8%，而中型企业总收入增长 10.3%、小微企业总收入 5.5%，大型企业的增速明显快于公司整体增速。

2) **订单情况来看：**公司 21H1 实现“软件+云”订单增长 28.4%，其中 100-500 万订单增长 33.7%，500 万以上订单增长 37.0%。我们认为这一订单增速的结构体现出公司在大客户方面的持续拓展。

3) **标杆案例来看：**公司 21H1 成功签约工等央企等取得较大突破，成功签约中核集团、神舟软件、中海油信息、中国化工、中国黄金、华侨城集团、中国中药、中建五局、新加坡 SK 珠宝、飞鹤乳业、山东魏桥创业集团、山东港口、龙煤物流等一批 L1 客户。

● **销售和研发投入继续加大，YonBIP 产品持续迭代**

公司 2021 年全面践行“强产品、占市场、提能力”的经营发展战略，因此在研发、销售和管理方面的投入全面提升，21H1 公司销售费用率 24.79%，同比提升 6.96pct；研发费用率 23.44%，同比提升 2.2pct；管理费用率 15.19%，同比提升 0.19pct。公司此前在官方微信公众号上披露了 2021 年度的人员招聘计划，计划总体增员 2500 人，比上年末增长超过 10%，重点增加研发与云服务运营人员，其中研发人员增加 1500 人，占比 60%。研发人员主要投入新一代产品 YonBIP 的持续研究与开发。21H1，公司发布了 YonBIP 旗舰版（公有云）202102 版、YonBIP 旗舰版（专属云/私有云）202105 版，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（AI 工作坊）、区块链服务、电子合同等产品的多种新应用和新特性。

● **生态建设持续提速，产品边界不断拓宽**

**收购大易云布局 HR SaaS。**公司 2 月 9 日晚间发布公告，拟以人民币 2.83 亿元，受让参股投资的上海大易云计算股份有限公司 56.57% 的股权。交易完成后，公司持有大易云 84.74% 股权。大易云是一家以企业招聘的运营与管理服务为核心业务的 SaaS 服务提供商。**我们认为，通过收购大易云，公司有望进一步完善 YonBIP 的产品体系。**人力资源是企业数智化转型的重要方面，人力云是用友商业创新平台的核心领域之一。此次收购大易云，公司有望通过技术赋能、产品融合、客户和渠道共享等方式，进一步做强大易智能云招聘和 YonBIP 整体人力云服务，为客户提供完整的 HR SaaS 解决方案与服务，帮助客户提高招聘效能，加强人才供应链管理，更好服务企业人才发展、业务创新和管理变革，使能客户成功。

**携手美团拓展小微商户。**子公司畅捷通 5 月 16 日发布公告，与美团签订战略合作协议，共同为客户提供全面的餐饮管理系统服务。双方将互相推送客户资源，共同为客户提供全面的餐饮管理系统服务并收取功能使用费，其中畅捷通提供供应链管理系统和财务管理系统，美团提供除此之外的其他餐饮管理系统及一体机。

**收购柚子移动完善低代码平台。**公司6月3日下午发布公告，拟以1.51亿人民币受让 Youzi Holdings Limited 持有的柚子（北京）移动技术有限公司100%的股权。柚子移动拥有移动端低代码平台技术优势和生态客户。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，累计已有100万注册开发者广泛使用，拥有公有模块超过1,300个、私有模块超过20,000个、公有 API 超过20,000个，可供开发者一键调用，进行各种类型的应用开发，持续加速 IT 生产力的变革。公司目前的 YonBIP 低代码开发平台主要面向 2B 后端的管理应用，而柚子移动主要面向 2C 前端的移动端 APP 应用，两者互为补充，此次收购使得用友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。

**生态建设持续提速，产品边界不断拓宽。**我们认为，从收购大易云到携手美团，再到收购柚子移动拓展移动端低代码开放能力，公司生态建设持续加速。2021年，公司提出五大生态计划，**我们认为用友有望依托 YonBIP 战略级产品，持续构建强大的合作伙伴生态，从而真正从一个产品型企业转型为平台型、生态型企业，抓住企业级云服务的入口，创造更大的战略价值。**未来，公司有望依托内部研发和外部并购双轮驱动，持续拓宽产品边界，构建更加广泛的产业生态。

### ● 投资建议

公司云优先战略持续落地，21H1 公司云业务维持高速增长，L1 客户持续突破，YonBIP 生态逐渐完善，我们看好公司向企业级云服务商和商业创新平台提供商转型的发展前景。**考虑金融业务的剥离**，预计公司 2021/22/23 年实现营业收入 94.9/129.3/169.3 亿元，同比增长 11.3%/36.2%/31.0%。预计实现归母净利润 9.2/10.6/14.7 亿元，同比增长-7.1%/15.0%/39.4%。公司“软件+云”业务的收入有望继续保持增长，且伴随云业务占比提升，增速有望加快。我们预估公司 2022 年实现“软件+云”收入 129 亿元，给予 15 倍 PS，公司估值有望达到 1920 亿元，维持“买入”评级。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,525	9,491	12,926	16,930
收入同比 (%)	0.2%	11.3%	36.2%	31.0%
归属母公司净利润	989	918	1,056	1,472
净利润同比 (%)	-16.4%	-7.1%	15.0%	39.4%
毛利率 (%)	61.0%	60.6%	61.4%	61.6%
ROE (%)	13.4%	11.9%	12.9%	16.5%
每股收益 (元)	0.30	0.28	0.32	0.45
P/E	145.13	132.72	115.42	82.79
P/B	19.02	15.38	14.38	13.00
EV/EBITDA	91.65	95.67	83.19	63.61

资料来源: wind, 华安证券研究所

### ● 风险提示

- 1) 相关产业政策不及预期;
- 2) 产品应用推广和产业生态构建不及预期;
- 3) 工业软件关键核心技术研发落地不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,773</b>	<b>9,006</b>	<b>14,913</b>	<b>17,101</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,525</b>	<b>9,491</b>	<b>12,926</b>	<b>16,930</b>
现金	5,605	6,255	10,779	12,299	营业成本	3,321	3,737	4,984	6,493
应收账款	1,361	1,157	1,563	1,999	营业税金及附加	99	110	150	196
其他应收款	433	482	656	860	销售费用	1,537	1,926	2,474	3,107
预付账款	95	106	145	190	管理费用	2,418	2,989	4,097	5,425
存货	423	79	591	281	财务费用	110	45	65	84
其他流动资产	856	1,005	1,770	1,754	资产减值损失	265	184	320	339
<b>非流动资产</b>	<b>8,177</b>	<b>8,396</b>	<b>8,286</b>	<b>8,483</b>	公允价值变动收益	52	0	0	0
长期投资	2,473	2,473	2,473	2,473	投资净收益	75	326	99	109
固定资产	2,432	2,294	2,166	2,045	<b>营业利润</b>	<b>1,121</b>	<b>1,046</b>	<b>1,203</b>	<b>1,676</b>
无形资产	785	993	1,232	1,507	营业外收入	24	0	0	0
其他非流动资产	2,488	2,636	2,416	2,458	营业外支出	18	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>16,950</b>	<b>17,402</b>	<b>23,200</b>	<b>25,584</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,126</b>	<b>1,046</b>	<b>1,203</b>	<b>1,676</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,950</b>	<b>7,965</b>	<b>13,142</b>	<b>14,537</b>	所得税	75	69	80	111
短期借款	2,420	3,753	5,111	6,694	<b>净利润</b>	<b>1,051</b>	<b>976</b>	<b>1,123</b>	<b>1,565</b>
应付账款	2,580	893	3,603	2,075	少数股东损益	63	58	67	93
其他流动负债	2,950	3,320	4,429	5,769	<b>归属母公司净利润</b>	<b>989</b>	<b>918</b>	<b>1,056</b>	<b>1,472</b>
<b>非流动负债</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	EBITDA	1,592	1,313	1,499	2,002
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.28	0.32	0.45
其他非流动负债	453	453	453	453					
<b>负债合计</b>	<b>8,403</b>	<b>8,418</b>	<b>13,594</b>	<b>14,990</b>					
少数股东权益	1,004	1,063	1,130	1,223	<b>主要财务比率</b>				
股本	3,270	3,271	3,271	3,271	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	1,096	1,151	1,232	1,362	<b>成长能力</b>				
留存收益	3,176	3,499	3,973	4,738	营业收入	0.18%	11.34%	36.18%	30.97%
归属母公司股东权益	7,543	7,921	8,475	9,371	营业利润	-20.22%	-6.67%	14.99%	39.40%
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,950</b>	<b>17,402</b>	<b>23,200</b>	<b>25,584</b>	归属于母公司净利润	-16.43%	-7.13%	14.99%	39.40%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	61.05%	60.63%	61.44%	61.65%
					净利率 (%)	11.60%	9.67%	8.17%	8.69%
					ROE (%)	13.44%	11.87%	12.88%	16.49%
					ROIC (%)	9.47%	8.76%	9.58%	11.69%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	49.57%	48.37%	58.60%	58.59%
					净负债比率 (%)	-37.26%	-27.86%	-59.02%	-52.91%
					流动比率	1.10	1.13	1.13	1.18
					速动比率	1.05	1.12	1.09	1.16
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.55	0.64	0.69
					应收账款周转率	6.25	7.54	9.50	9.50
					应付账款周转率	2.09	2.15	2.22	2.29
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.28	0.32	0.45
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.49	(0.02)	1.23	0.28
					每股净资产 (最新摊薄)	2.31	2.42	2.59	2.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	145.1	132.7	115.4	82.8
					P/B	19.0	15.4	14.4	13.0
					EV/EBITDA	91.65	95.67	83.19	63.61

资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 尹沿技, 华安证券研究总监、研究所所长, 兼 TMT 首席分析师, 曾多次获得新财富、水晶球机构投资者最佳分析师。

**联系人:** 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 五年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

**联系人:** 赵阳, 厦门大学硕士, 八年工作经验, 曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司, 从事 5G、智能网联汽车工作。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。