

用友网络(600588.SH)

云服务业务持续高速增长，分层经营顺利推进

推荐 (维持)

现价: 31.8 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.yonyou.com
大股东/持股	北京用友科技有限公司/28.17%
实际控制人	王文京
总股本(百万股)	3,271
流通 A 股(百万股)	3,241
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	1,040
流通 A 股市值(亿元)	1,031
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	56.4

行情走势图



证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 010-56800140 YANLEI511@pingan.com.cn
付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn



事项:

公司公告 2021 年三季报, 2021 年前三季度实现营业收入 49.33 亿元, 同比增长 6.8%, 实现归母净利润 1.27 亿元, 同比扭亏为盈, EPS 为 0.04 元。

平安观点:

- **公司营收平稳增长, 归母净利润扭亏为盈。**根据公司公告, 2021 年前三季度, 公司实现营业收入 49.33 亿元, 同比增长 6.8%。公司陆续剥离畅捷通支付、友金控股金融业务, 进一步聚焦云服务与软件主业。云服务与软件业务收入为 46.64 亿元, 同比增长 23.9%, 占营收的比例约为 95%。其中, 云服务业务收入为 25.26 亿元, 同比增长 83.0%, 软件业务收入为 21.37 亿元, 同比下降 10.4%。公司实现归母净利润 1.27 亿元, 同比扭亏为盈, 主要是因为畅捷通支付股权转让产生的投资收益等非经常性收益同比增加。
- **公司毛利率和期间费用率同比提高, 研发投入持续加大。**2021 年前三季度, 公司毛利率为 57.50%, 同比提高 2.99 个百分点。期间费用率为 65.12%, 同比提高 8.07 个百分点。其中, 销售费用率和研发费用率分别同比提高 6.07 个百分点和 2.48 个百分点, 主要是因为公司增加高端销售、售前咨询顾问及研发人员, 提升人才薪酬竞争力, 加大销售费用和研发费用的投入。公司持续加大研发投入, 研发投入金额为 15.60 亿元, 同比增长 42.2%, 研发投入营收占比达 31.6%, 同比提高 7.8 个百分点。
- **公司坚定落实用友 3.0-II 战略, 云服务业务持续高速增长。**如前所述, 2021 年前三季度, 公司云服务业务收入为 25.26 亿元, 同比高速增长 83.0%, 占云服务与软件业务整体收入的比例为 54.2%, 相比上半年占比提高 3.2 个百分点, 同比提高 17.5 个百分点, 云服务业务已经成为公司营收的最主要来源。公司云服务业务年度经常性收入 (ARR) 实现 11.80 亿元, 相比上半年增加 3.46 亿元, 增幅为 41.5%; 云服务业务合同负债 13.04 亿元, 较年初增长 20.3%, 同比增长 38.5%, 其中, 订阅相关合同负债 7.02 亿元, 较年初增长 48.5%, 同比增长 72.4%。公司 ARR、云服务业务合

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	9,898	12,372	16,029
YOY(%)	10.5	0.2	16.1	25.0	29.6
净利润(百万元)	1,183	989	1,220	1,456	1,864
YOY(%)	93.3	-16.4	23.4	19.3	28.0
毛利率(%)	65.4	61.0	62.0	62.1	62.5
净利率(%)	13.9	11.6	12.3	11.8	11.6
ROE(%)	16.5	13.1	15.3	17.2	20.5
EPS(摊薄/元)	0.36	0.30	0.37	0.45	0.57
P/E(倍)	87.9	105.2	85.2	71.4	55.8
P/B(倍)	14.5	13.8	13.1	12.3	11.4

同负债和订阅相关合同负债的高速增长，为公司云服务业务收入和订阅收入未来的持续高增长提供了有力保障。

- **公司分层经营顺利推进，取得良好进展。**2021 年前三季度，公司继续实行分层和针对性经营，抢抓大型企业市场的数智化、国产化机遇，结构性加强中型企业市场业务，在小微企业市场全面转向公有云业务。面向大型企业客户市场，公司积极抢抓信创、国产化历史机遇，扩大优势领先地位，实现收入 31.52 亿元，同比增长 30.1%，其中，云服务业务收入实现 17.72 亿元，同比增长 73.4%。面向中型企业客户市场，公司的 YonSuite、U9 Cloud 和 U8 Cloud 形成了强有力的产品组合和多元化布局，满足了中型企业客户不同需求，实现了市场竞争力的结构性扭转。面向小微企业客户市场，公司实现云服务与软件业务收入 3.71 亿元，同比增长 7.3%。其中，云服务业务收入 3.30 亿元，同比增长 117.4%，占云服务与软件业务收入的比例达 88.74%。前三季度，公司云服务与软件业务直销合同金额 48.3 亿元，同比增长 31.9%，其中 500 万元以上的新签合同金额同比增长 59.1%，大额合同增速表现亮眼。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持对公司 2021-2023 年的盈利预测，EPS 分别为 0.37 元、0.45 元、0.57 元，对应 10 月 29 日收盘价的 PE 分别约为 85.2、71.4、55.8 倍。公司深耕企业服务三十多年，是我国最大的企业级应用软件服务商。当前，公司坚定落实 3.0-II 战略，坚定转型云服务业务，以平台化、生态化的方式，满足企业客户利用数智技术对产品和业务、组织和管理的创新需求。随着公司 3.0-II 战略的持续推进，公司云服务业务的核心地位将得到进一步加强，云服务业务未来持续高速增长可期。我们看好公司 3.0-II 战略的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 软件业务发展不达预期。公司以 ERP 为代表的企业管理软件业务，一直面临着国内外竞争对手的激烈竞争，如果公司未来不能持续保持技术和产品领先，或者部分企业客户 IT 支出放缓，则公司软件业务将存在发展不达预期的风险。(2) 大型企业客户拓展低于预期。YonBIP 是公司 3.0-II 战略的核心产品，担负着开拓大型企业客户市场的重任。大型企业客户对产品的要求高，如果公司 YonBIP 产品不能持续保持迭代、不能持续满足大型企业客户的需求，则公司大型企业客户拓展将存在低于预期的风险。(3) 中小微企业客户云转型低于预期。公司在中型企业客户加快由软件向云服务的业务转型发展，在小微企业客户全面推进云服务业务优先、订阅优先策略。但如果公司在中小微企业客户的云产品的客户接受度低于预期，则公司中小微企业客户云转型将存在低于预期的风险。

会计年度	单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,773	8,174	10,825	14,343
现金	5,605	4,545	6,348	8,619
应收票据及应收账款	1,361	1,580	1,975	2,559
其他应收款	433	503	628	814
预付账款	95	111	139	180
存货	423	479	598	766
其他流动资产	856	956	1,138	1,406
非流动资产	8,177	7,694	7,201	6,708
长期投资	2,473	2,520	2,567	2,614
固定资产	2,432	2,062	1,689	1,315
无形资产	785	692	592	485
其他非流动资产	2,488	2,420	2,353	2,294
资产总计	16,950	15,868	18,026	21,050
流动负债	7,950	6,380	7,957	10,234
短期借款	2,375	0	0	0
应付票据及应付账款	549	621	775	992
其他流动负债	5,026	5,759	7,182	9,241
非流动负债	453	444	436	427
长期借款	0	-9	-17	-26
其他非流动负债	453	453	453	453
负债合计	8,403	6,824	8,393	10,661
少数股东权益	1,004	1,082	1,174	1,293
股本	3,270	3,271	3,271	3,271
资本公积	1,096	1,098	1,098	1,098
留存收益	3,176	3,593	4,091	4,729
归属母公司股东权益	7,543	7,962	8,459	9,097
负债和股东权益	16,950	15,868	18,026	21,050

会计年度	单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,613	1,891	2,715	3,444
净利润	1,051	1,298	1,548	1,982
折旧摊销	357	530	540	541
财务费用	110	34	-20	-27
投资损失	-75	-327	-77	-77
营运资金变动	-73	345	728	1,030
其他经营现金流	243	12	-5	-5
投资活动现金流	-894	268	35	35
资本支出	225	-0	0	-0
长期投资	-537	0	0	0
其他投资现金流	-582	268	35	35
筹资活动现金流	-2,315	-3,219	-947	-1,208
短期借款	-1,860	-2,375	0	0
长期借款	-45	-9	-9	-9
其他筹资现金流	-410	-835	-938	-1,199
现金净增加额	-1,602	-1,060	1,803	2,271

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,525	9,898	12,372	16,029
营业成本	3,321	3,757	4,689	6,005
税金及附加	99	115	143	186
营业费用	1,537	1,980	2,351	3,046
管理费用	959	1,114	1,393	1,804
研发费用	1,459	1,782	2,103	2,725
财务费用	110	34	-20	-27
资产减值损失	-47	-55	-69	-89
信用减值损失	-218	-253	-316	-410
其他收益	275	275	275	275
公允价值变动收益	52	30	30	30
投资净收益	75	327	77	77
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	1,121	1,384	1,653	2,118
营业外收入	24	24	24	24
营业外支出	18	18	18	18
利润总额	1,126	1,390	1,659	2,123
所得税	75	92	110	141
净利润	1,051	1,298	1,548	1,982
少数股东损益	63	77	92	118
归属母公司净利润	989	1,220	1,456	1,864
EBITDA	1,593	1,954	2,179	2,637
EPS (元)	0.30	0.37	0.45	0.57

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	0.2	16.1	25.0	29.6
营业利润(%)	-20.2	23.5	19.4	28.1
归属于母公司净利润(%)	-16.4	23.4	19.3	28.0
获利能力				
毛利率(%)	61.0	62.0	62.1	62.5
净利率(%)	11.6	12.3	11.8	11.6
ROE(%)	13.1	15.3	17.2	20.5
ROIC(%)	22.0	26.7	35.9	60.2
偿债能力				
资产负债率(%)	49.6	43.0	46.6	50.6
净负债比率(%)	-37.8	-50.4	-66.1	-83.2
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.45	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.58	0.83	1.05
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.43	2.59	2.78
估值比率				
P/E	105.2	85.2	71.4	55.8
P/B	13.8	13.1	12.3	11.4
EV/EBITDA	88.4	51.3	45.3	36.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033