

国产化需求催化大单，Q4 或是爆发期

用友网络(600588)

| | | | |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 600588 |
| 上次评级: | 买入 | 52 周最高价/最低价: | 51.82/29.52 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 1,218.27 |
| 最新收盘价: | 31.80 | 自由流通市值(亿) | 1,211.03 |
| | | 自由流通股数(百万) | 3,251.08 |

事件概述

10月29日，用友网络发布2021年三季报，公司前三季度实现营业收入49.33亿元，同比增长6.8%；归母净利润1.3亿元，同比增长913.8%；扣非归母净利润-1.8亿元，同比下滑218.2%。

3个关键指标：云增速向好、预收稳健、现金流仅受短期扰动

收入成长性指标：云业务收入翻倍超预期，贡献用友新的收入增量。1) 从收入增速/构成来看：考虑到金融业务剥离，前三季度6.8%的收入增速并不能反映公司真实收入增长情况。我们分拆云+软件业务收入为46.6亿元，同比增长23.9%，真实成长性优秀。从收入构成来看，2021Q1-Q3公司云业务和软件业务收入分别为25.2亿元和21.3亿元，同比增长分别为83.0%和-10.4%，云业务收入持续高增。当前云服务收入占云+软件整体收入的比例已达到54.2%，较H1增加3.2pct、较2020Q3增加17.5pct，成为核心增长驱动力。ARR指标为11.8亿元，较H1环比增加3.5亿元、环比增幅41.5%。2) 从客户规模/结构来看，公司大型/中型/小型/政府市场收入规模分别为68%、12%、8%和12%，公司收入规模以大型客户为主，牢牢把握最优质的客户资源。2021年公司在大型企业市场的收入为31.5亿元，同比增长30.1%，明显高于同期云+软件业务23.9%的收入增速，其中：云业务收入为17.7亿元，同比增长73.4%；软件业务为13.8亿元，同比增长为-1.5%，大型企业市场云和软件业务并非此消彼长的关系，而是新的增量。

预收款指标：订阅合同负债同比增长38%，收入增长质量持续提高。从云业务看，2021年H1公司云合同负债为13.0亿元，同比增长38.5%，其中订阅相关的合同负债为7.0亿元，同比增长72.4%，订阅合同负债明显高于云业务整体，公司公有云业务在加速。

现金流指标：金融业务基数带来现金流扰动，真实现金流健康充裕。整体上看，2021年Q1-Q3公司经营活动现金流入为53.1亿元，同比增长仅1.3%。事实上，这个数据并不能反映公司真实现金流情况，判断剔除金融业务后，真实现金流依旧健康。参照H1披露历史数据，剔除金融业务后公司经营性现金流入同比增长19.3%，销售商品/服务取得的现金流入同比增长21.4%，接近当时与云+软件业务收入增速，预计Q3这一趋势延续。

订单数据佐证国产化需求旺盛，大型企业市场标杆客户持续突破

订单数据佐证下游国产化需求旺盛。2021年Q1-Q3公司云+软件订单金额48.3亿元，同比增长31.9%，高于同期云+软件收入增速。其中，500万元以上的订单金额同比增长59.1%，较H1披露的37.0%同比增速进一步提升，彰显下游大型企业国产化需求的旺盛。

重点发力大型&超大型企业市场，标杆客户持续突破。随着数智化和国产化浪潮的演进，用友在大型&超大型企业市场头部客户持续突破。凭借YonBIP和NCC两大核心产品，公司陆续斩获了包括华为、国家开发投资集团、航天科技集团、中国邮政、中国平煤神马集团等一批央企国企及行业领先标杆客户等标杆客户，牢牢把握大型企业市场先机和竞争优势。

分层打法完善，发力扩容中小型企业客户。面向中型企业客户市场，公司借助YonSuite、U9 Cloud实现产品市场竞争力领先，签约中核浦原、鸿基伟业、派能科技等一批样板客户；面向小微企业市场，畅捷通的云服务业务收入实现高速增长，抢占小微企业云服务市场龙头地位。综合来看，截至2020Q3新增云服务付费客户达到8.4万家，剔除金融云服务业务客户的云服务累计付费客户数为33.8万家。

► **人员调整影响出清，销售、研发齐发力，业务加速推进**

其他财务指标来看，1) **毛利率稳步提升至 57.5%，同比增长 3pct**。判断主要原因有二：一是剥离了低毛利的金融业务、二是云业务占比提升改善综合毛利率。值得注意的是，畅捷通毛利率或有下行趋势，主要原因在于发力公有云业务过程中加大了伙伴返佣政策以促进销售，以便更快获取市场，中长期而言同样利润率上行。2) **费用率稳步向好，当前仍是投入加码期**。2021Q1-Q3 销售费用率 25.3%，同比增加 6.1 pct，管理费用率 15.0%，同比减少 0.1 pct；研发费用率 23.3%，同比增加 2.4 pct。其中销售费用增长系高端销售人才引进所致，补足针对 L1 客户的销售团队；而研发方面，若以研发投入口径计算，前三季度研发投入高达 15.6 亿元，同比大增 42.2，进一步强化产品壁垒。3) **出清人员调整影响，落实股权激励计划**。截至 2021Q3 公司员工总数达到 20604 人，较年初增加 2522 人，增长 13.9%，其中研发人员为 6452 人，较年初增加 1163 人，占员工总人数 31.3%。判断 2021 年以来公司自上而下、大刀阔斧的人力调整改制已经基本完成。同时公司还推进落实了新一期股权激励计划，对核心团队的留存和激励发挥重要作用，调整期阵痛已经出清。

综合来看，判断公司当前已经走出了最低谷，云业务转型出现了拐点性的突破，度过了传统业务下滑+云业务基数小贡献乏力的最难阶段。同时公司牢牢把握大型企业市场主动权，凭借 YonBIP 和 NCC 两大优势产品，有望抢占更多的市场份额和竞争优势，并在 Q4 有望迎来业绩的加速释放期。

投资建议

考虑到公司受益于国产化、数字化、全球化三浪叠加的时代机遇，我们维持对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现营业收入分别 103.4/133/172.4 亿元，同比增长 21.3%/28.6%/29.6%；预计实现归母净利润分别为 12.2/16.6/23.1 亿元，同比增长 23.1%/36.4%/39.3%；对应 EPS 分别为 0.37/0.51/0.71 元。2021 年 10 月 29 日股价为 31.80 元，对应 PE 分别为 86.67/62.65/45.22 倍数。考虑到公司作为企业级 SaaS 龙头的优势地位，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示

1) 软件业务增长低于预期的风险；2) 云产品推广低于预期的风险；3) ERP 行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,510 | 8,525 | 10,338 | 13,295 | 17,235 |
| YoY (%) | 10.5% | 0.2% | 21.3% | 28.6% | 29.6% |
| 归母净利润(百万元) | 1,183 | 989 | 1,217 | 1,660 | 2,313 |
| YoY (%) | 93.3% | -16.4% | 23.1% | 36.4% | 39.3% |
| 毛利率 (%) | 65.4% | 61.0% | 65.2% | 66.5% | 68.2% |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 0.30 | 0.37 | 0.51 | 0.71 |
| ROE | 16.5% | 13.1% | 13.9% | 15.9% | 18.2% |
| 市盈率 | 97.32 | 116.46 | 86.67 | 62.65 | 45.22 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 8,525 | 10,338 | 13,295 | 17,235 | 净利润 | 1,051 | 1,409 | 1,845 | 2,566 |
| YoY (%) | 0.2% | 21.3% | 28.6% | 29.6% | 折旧和摊销 | 357 | 306 | 374 | 331 |
| 营业成本 | 3,321 | 3,596 | 4,455 | 5,489 | 营运资金变动 | -118 | -284 | 1,497 | 1,888 |
| 营业税金及附加 | 99 | 135 | 168 | 214 | 经营活动现金流 | 1,613 | 1,376 | 3,759 | 4,898 |
| 销售费用 | 1,537 | 2,171 | 2,792 | 3,619 | 资本开支 | -575 | 140 | 79 | -48 |
| 管理费用 | 959 | 1,447 | 1,994 | 2,585 | 投资 | -537 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 110 | -38 | -108 | -234 | 投资活动现金流 | -894 | 295 | 145 | -48 |
| 资产减值损失 | -47 | -5 | -6 | -6 | 股权募资 | 425 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 75 | 155 | 66 | 0 | 债务募资 | 4,287 | 14 | 260 | 196 |
| 营业利润 | 1,121 | 1,542 | 1,984 | 2,767 | 筹资活动现金流 | -2,315 | -90 | 150 | 77 |
| 营业外收支 | 6 | 8 | 4 | 12 | 现金净流量 | -1,602 | 1,581 | 4,055 | 4,926 |
| 利润总额 | 1,126 | 1,550 | 1,988 | 2,779 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 75 | 141 | 143 | 212 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 1,051 | 1,409 | 1,845 | 2,566 | 营业收入增长率 | 0.2% | 21.3% | 28.6% | 29.6% |
| 归属于母公司净利润 | 989 | 1,217 | 1,660 | 2,313 | 净利润增长率 | -16.4% | 23.1% | 36.4% | 39.3% |
| YoY (%) | -16.4% | 23.1% | 36.4% | 39.3% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.30 | 0.37 | 0.51 | 0.71 | 毛利率 | 61.0% | 65.2% | 66.5% | 68.2% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 12.3% | 13.6% | 13.9% | 14.9% |
| 货币资金 | 5,605 | 7,186 | 11,241 | 16,167 | 总资产收益率 ROA | 5.8% | 6.5% | 7.4% | 8.6% |
| 预付款项 | 95 | 105 | 132 | 160 | 净资产收益率 ROE | 13.1% | 13.9% | 15.9% | 18.2% |
| 存货 | 423 | 173 | 272 | 433 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 2,649 | 3,578 | 3,397 | 3,085 | 流动比率 | 1.10 | 1.29 | 1.49 | 1.67 |
| 流动资产合计 | 8,773 | 11,042 | 15,043 | 19,846 | 速动比率 | 1.00 | 1.24 | 1.43 | 1.59 |
| 长期股权投资 | 2,473 | 2,473 | 2,473 | 2,473 | 现金比率 | 0.71 | 0.83 | 1.11 | 1.36 |
| 固定资产 | 2,432 | 2,140 | 1,786 | 1,479 | 资产负债率 | 49.6% | 47.0% | 47.1% | 46.5% |
| 无形资产 | 785 | 785 | 789 | 795 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 8,177 | 7,735 | 7,281 | 7,006 | 总资产周转率 | 0.50 | 0.55 | 0.60 | 0.64 |
| 资产合计 | 16,950 | 18,777 | 22,324 | 26,851 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 2,375 | 2,389 | 2,649 | 2,845 | 每股收益 | 0.30 | 0.37 | 0.51 | 0.71 |
| 应付账款及票据 | 549 | 677 | 826 | 986 | 每股净资产 | 2.31 | 2.68 | 3.19 | 3.89 |
| 其他流动负债 | 5,026 | 5,302 | 6,594 | 8,199 | 每股经营现金流 | 0.49 | 0.42 | 1.15 | 1.50 |
| 流动负债合计 | 7,950 | 8,368 | 10,070 | 12,031 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 453 | 453 | 453 | 453 | PE | 116.46 | 86.67 | 62.65 | 45.22 |
| 非流动负债合计 | 453 | 453 | 453 | 453 | PB | 19.02 | 13.14 | 11.05 | 9.04 |
| 负债合计 | 8,403 | 8,821 | 10,523 | 12,484 | | | | | |
| 股本 | 3,270 | 3,270 | 3,270 | 3,270 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,004 | 1,196 | 1,381 | 1,635 | | | | | |
| 股东权益合计 | 8,547 | 9,956 | 11,801 | 14,368 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 16,950 | 18,777 | 22,324 | 26,851 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件等。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。