

2021年10月31日

2021年三季报点评：业绩符合预期，新签订单高增

买入（维持）

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 周高鼎

zhougd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,525	9,750	12,337	16,537
同比（%）	0.2%	14.4%	26.5%	34.0%
归母净利润（百万元）	989	386	797	1,196
同比（%）	-16.4%	-60.9%	106.4%	50.1%
每股收益（元/股）	0.30	0.12	0.24	0.37
P/E（倍）	106.00	265.00	132.50	85.95

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.80
一年最低/最高价	29.52/51.49
市净率(倍)	15.82
流通 A 股市值(百万元)	103062.53

基础数据

每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	56.45
总股本(百万股)	3270.53
流通 A 股(百万股)	3240.96

相关研究

- 1、《用友网络 (600588)：用友网络深度报告：“用”平台，“友”生态》2021-08-05
- 2、《用友网络 (600588)：用友网络：定增加速 专注云服务战略规划》2021-07-17
- 3、《用友网络 (600588)：一季度报告点评：云服务好于市场预期，用友向云、战略加速》2021-04-29

■ **事件：**公司发布 2021 年第三季度报告，前三季度营业收入为 49.33 亿元，同比增长 6.8%；归母净利润 1.27 亿元，同比增加 1.43 亿元。符合我们预期。

■ **云和软件收入高增。**2021 年前三季度，公司云加软件业务实现收入 46.6 亿元，同比增长 23.9%，符合市场预期。剔除受到大型项目交付周期拉长、中小微企业客户收入结构转型以及推进实施交付分签外包等因素的影响，还原后的收入增速为 28%。2021 年前三季度公司云业务实现收入 25.26 亿元，同比增长 83.0%，占云+软件整体收入的 54.2%，云服务业务已成为公司最主要的收入来源，同时 2021 年新增云服务付费客户 8.37 万家，其中近 70% 为新引入客户，稳定的客户增长与订阅比例的持续提升为公司高质量收入增长提供保障。

■ **大客户业务进展顺利。**公司紧抓信创、国产化历史机遇，积极推进大型企业混合云解决方案，不断突破巨型企业客户，2021 年新签约了国家开发投资集团、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，进一步巩固了大企业客户市场的绝对领先优势，现有订单正在逐步向大单迁移。2021 年前三季度，云+软件直销合同金额 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%，较半年度同比增速 37.0% 提升了 22.1 个百分点，保障明年业绩高增。通过公司不断挖掘客户需求，复购数不断增加，大型客户续费率达到 108%，持续证明了用友的用户粘性与产品竞争力。

■ **研发投入维持高位，通过逐步剥离实施来改善公司盈利质量。**截至 2021 年 Q3，公司研发投入 15.60 亿元，同比增长 42.2%，研发投入营收占比为 31.6%，较上年同期增加 7.8 个百分点。研发人员未来达到总人员占比 40%，持续加大研发投入从而驱动云服务平台和核心应用能力不断优化。当前阶段由于订单量向巨型客户迁移，实施人员处于供不应求的状态。公司长期还是以培养实施伙伴，改善经营结构为主，更注重质量结构。公司未来将会把实施逐步剥离给生态伙伴，自身聚焦于交付标杆和典型客户。生态伙伴的能力提升对于公司的未来的服务质量与交付能力有着深远的影响，随着大企订单不断落地，生态优势为公司带来经营质量的改善成果将逐步显现。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-2023 年收入预测 97.50 亿元/123.37 亿元/165.37 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PS 分别为 11/8/6 倍。用友产品矩阵丰富、客户战略清晰，大型企业客户优势明显，长期的 know-how 积累已形成核心竞争壁垒。随着大型企业客户数量攀升，公司业务交付周期越来越长，项目规模越来越大，收入规模和质量将会逐渐持续体现在后续的时间维度中。我们看好 YonBIP 平台承载用友“平台”+“生态”战略的发展和表现，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**企业服务产业竞争加剧；新冠疫情带来整体经济下行。

用友网络三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,773	8,984	6,962	7,897	营业收入	8,525	9,750	12,337	16,537
现金	5,605	5,455	2,674	2,498	减:营业成本	3,321	3,323	3,568	4,288
应收账款	1,152	1,740	1,913	2,983	营业税金及附加	99	132	162	213
存货	423	23	456	120	营业费用	1,537	2,438	3,084	4,134
其他流动资产	1,593	1,766	1,919	2,296	管理费用	959	1,658	2,097	2,811
非流动资产	8,177	9,010	10,253	11,917	研发费用	1,459	2,048	2,714	3,804
长期股权投资	2,473	3,184	3,904	4,625	财务费用	110	108	197	297
固定资产	2,432	2,702	3,356	4,426	资产减值损失	47	0	0	0
在建工程	75	107	154	223	加:投资净收益	75	49	57	58
无形资产	1,061	898	720	524	其他收益	275	353	345	336
其他非流动资产	2,136	2,119	2,119	2,119	资产处置收益	1	1	1	1
资产总计	16,950	17,994	17,215	19,813	营业利润	1,121	447	917	1,385
流动负债	7,950	9,227	8,283	10,336	加:营业外净收支	6	5	4	4
短期借款	2,375	2,375	2,375	2,375	利润总额	1,126	452	922	1,388
应付账款	549	598	633	847	减:所得税费用	75	35	65	100
其他流动负债	5,026	6,253	5,274	7,114	少数股东损益	63	31	60	92
非流动负债	453	456	469	482	归属母公司净利润	989	386	797	1,196
长期借款	0	4	16	29	EBIT	1,102	430	944	1,455
其他非流动负债	453	453	453	453	EBITDA	1,459	807	1,347	1,922
负债合计	8,403	9,683	8,751	10,818	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,004	1,036	1,095	1,187	每股收益(元)	0.30	0.12	0.24	0.37
归属母公司股东权益	7,543	7,275	7,369	7,809	每股净资产(元)	2.31	2.22	2.25	2.39
负债和股东权益	16,950	17,994	17,215	19,813	发行在外股份(百万股)	3270	3271	3271	3271
					ROIC(%)	103.6%	323.3%	38.3%	61.2%
					ROE(%)	12.3%	5.0%	10.1%	14.3%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	61.0%	65.9%	71.1%	74.1%
经营活动现金流	1,613	1,813	-307	2,931	销售净利率(%)	11.6%	4.0%	6.5%	7.2%
投资活动现金流	-894	-1,160	-1,589	-2,072	资产负债率(%)	49.6%	53.8%	50.8%	54.6%
筹资活动现金流	-2,315	-803	-885	-1,036	收入增长率(%)	0.2%	14.4%	26.5%	34.0%
现金净增加额	-1,602	-150	-2,781	-176	净利润增长率(%)	-20.4%	-60.3%	105.3%	50.4%
折旧和摊销	357	377	404	467	P/E	106.00	265.00	132.50	85.95
资本开支	592	121	523	943	P/B	15.15	15.71	15.51	14.64
营运资本变动	-73	959	-1,706	938	EV/EBITDA	77.00	139.28	85.58	60.14

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>