

## 定增落地，蓄势待发 买入（维持）

2022年1月26日

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）     | 126.00 | 315.00 | 157.50 | 102.16 |

- 事件：**2022年1月25日，用友网络发布公告，确定本次发行价格为31.95元/股，本次募集资金总额为人民币52.98亿元。
- 机构认可度高，为公司带来更多动力与资源。**本次非公开发行共收到23单申购报价单，最终确定对象为17名。公司总募资金为52.98亿元，其中摩根士丹利、J.P. Morgan Securities plc、JP Morgan Chase Bank等外资机构参与定增比例为17.19%；易方达、万家、广发证券、中金证券等国内大型基金、证券公司参与定增比例为36.33%；高瓴、高毅、葛卫东等头部私募参与定增比例为41.19%；其余为华融资产管理等国资机构。国外长线投资者与国内大型机构的认购，表明对用友在ERP行业的战略发展规划的认可，同时使得机构持股比例提升，让公司的股本结构得到进一步的改善。公司方面，定增后用友将会有更多的资金投入在BIP建设中，增强平台复用性，提高产品力与服务客户的能力，从而有足够的动力和资源去促进公司提升业绩水平。
- 实现央企突破，友云采逐步成型。**2021年，用友已经突破央企一级单位11家。千万以上项目签约超50个，并替换多家友商。用友的YonBIP采购服务，致力于成为中国大中型企业，是以SaaS化提供企业服务产品的同时，培育产业互联网电商平台运营业务，当前致力于为中国企业实现供应链对接，撮合采购方和供应商的需求。2021年友云采平台交易额高达1186亿元，平台交易笔数也高达60万笔，促进供应商营业额增长达35%。友云采为企业打通采销通路，解决采购商寻源难，供应商找商机难等核心诉求，助力企业采购降本增效，赋能营销增长，全面实现客户成功。根据用友官方披露，用友CRM在中国市场占有率已为第一。友云采是用友在SaaS之后的第二增长业务，正在逐渐成型。
- 数字经济下，用友最为受益。**行业方面，政策密集强调数字化和国产化，云计算是数字化转型的基础设施，数字经济的核心是数据，ERP正是商业数据存储的重要平台。同时也是其他数据采集系统的关键底座。行业方面，大型企业付费能力与付费意愿兼备，是ERP的核心用户群体。2022年在数字经济浪潮下，用友将聚焦以“大财务+供应链+人力资源”增强管理数字化能力建设，借助国央企数字化转型政策，迅速抢占超大客户管理数字化市场，拓展业务数字化需求。
- 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13/10/8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。

### 股价走势



### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 37.80       |
| 一年最低/最高价    | 29.30/51.82 |
| 市净率(倍)      | 18.80       |
| 流通A股市值(百万元) | 122525.10   |

### 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)  | 3270.82 |
| 流通A股(百万股) | 3270.82 |

### 相关研究

- 《用友网络(600588)：用友网络深度报告：“用”平台，“友”生态》2021-08-05**
- 《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**
- 《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**

## 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         | 126.00 | 315.00 | 157.50 | 102.16 |
| 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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>