

订阅制转型已见成效，国产化进程势如破竹 买入（维持）

2022年03月20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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,932	10,787	13,339	16,106
同比（%）	4.73%	20.78%	23.66%	20.74%
归母净利润（百万元）	708	809	1,277	1,971
同比（%）	-28.18%	14.30%	57.88%	54.33%
每股收益（元/股）	0.22	0.24	0.37	0.57
P/E（倍）	115.64	108.06	68.45	44.35

■ **事件：**用友发布 2021 年度报告，全年实现营业收入 89.32 亿元，同比增长 4.73%；扣非后归母净利润 7.08 亿元，同比下降 28.18%，符合我们预期。

■ **收入增速下降主要受业务转型及客户结构改善影响。**2021 年用友网络云+软件收入实现 86.41 亿元，同比增加 15.7%，其中实现云业务收入 53.2 亿元，同比增长 55.5%，占云+软件收入的 61.6%，软件业务收入同比下降 18.0%，云服务业务已成为用友网络最主要的收入来源。公司在业务转型与结构升级的同时，云+软件增速受到以下因素影响：（1）许可转订阅的收费模式短期影响收入增速；（2）分签等伙伴交付影响当期收入确认；（3）2021 年下半年，大型项目订单拉长实施交付周期，导致收入确认阶段性延后。后续公司会通过平台化继续优化分签和外包能力，解决实施交付问题。

■ **向订阅模式转型效果亮眼：**在大型企业市场，公司的核心产品 YonBIP 在费控、税务、人力招聘、协同等领域实现了公有云订阅业务的突破性发展；在中型企业市场，YonSuite 在成长型企业市场取得了公有云订阅业务的规模化发展，客户规模实现量级式突破，YonSuite 全年新增客户数近 3,000 家；在小微企业市场，畅捷通持续保持市场领先，云服务业务收入占比由上年的 47% 增长至 86%，成功实现向云服务业务的转型。2021 年公司公有云订阅 ARR16.5 亿元，是公司转型一大亮点。云服务相关合同负债 15.8 亿元，同比增长 45%，其中云订阅合同负债增长 79%，**该部分**为公司订阅收入的持续高速增长以及公司业务收入结构的持续升级奠定了基础。

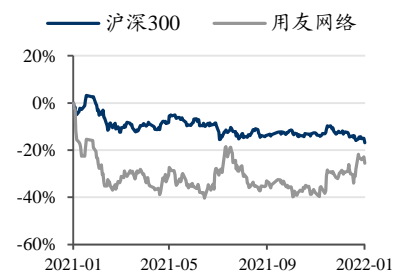
■ **继续保持大型客户优势，国产化进程势如破竹：**2021 年公司为大型客户提供更多公有云应用服务，突破中核集团、国投集团、航天科技集团、中国移动、中国邮政、华为等包括 11 家一级央企在内的一系列央国企、民营头部企业，实现 500 万元以上大型订单金额同比增长 45%，部分客户签约过亿元，进一步扩大公司的大客户领先优势。

■ **高研发持续投入，生态建设优势明显。**2021 年公司研发投入 23.54 亿元，同比增长 40.7%，研发投入营收占比为 26.4%，较上年同期增加 6.8 个 pct。公司继续在行业内保持明显的生态优势，2021 年与公司合作的商业伙伴超 2200 家，ISV 伙伴 970 家（包含畅捷通 ISV 伙伴 530 家），专业服务伙伴超 370 家，合作银行超 1700 家，云市场应用商城 YonStore 入驻伙伴超 10,000 家，入驻产品超 15,000 款，上市融合产品 126 款，强大的生态建设将会帮助公司更好的占领市场。

■ **盈利预测与投资评级：**我们下调 2022-2023 年收入预测至 108 亿元/133 亿元，预计 2024 年收入为 161 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PS 分别为 8/7/5 倍。随着软件国产化的推进，公司凭借大客户优势，在往未来公司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)	25.44
一年最低/最高价	23.43/42.91
市净率(倍)	7.39
流通 A 股市值(百万元)	82461.34

基础数据

每股净资产(元)	2.14
资产负债率(%)	54.26
总股本(百万股)	3436.32
流通 A 股(百万股)	3241.40

相关研究

- 1、《用友网络（600588）：定增落地，蓄势待发》2022-01-26
- 2、《用友网络（600588）：2021 年三季报点评：业绩符合预期，新签订单高增》2021-10-31
- 3、《用友网络（600588）：2021 年用友网络中报点评：标杆客户持续突破，中小客户转型坚决》2021-08-19

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,682	10,283	13,536	17,948	营业收入	8,932	10,787	13,339	16,106
现金	4,616	7,063	9,681	13,411	减:营业成本	3,461	4,203	5,065	5,956
应收账款	1,280	1,478	1,827	2,206	营业税金及附加	106	132	159	194
存货	407	461	555	653	营业费用	2,027	2,427	3,001	3,624
其他流动资产	1,380	1,281	1,472	1,678	管理费用	1,072	1,294	1,601	1,933
非流动资产	9,647	8,894	8,075	7,154	研发费用	1,704	2,157	2,534	2,899
长期股权投资	2,553	2,553	2,553	2,553	财务费用	79	50	68	72
固定资产	2,473	1,970	1,401	730	资产减值损失	174	250	250	250
在建工程	56	56	56	56	加:投资净收益	360	299	342	503
无形资产	1,862	1,862	1,862	1,862	其他收益	288	347	430	519
其他非流动资产	2,703	2,453	2,203	1,953	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	17,329	19,177	21,611	25,102	营业利润	779	920	1,433	2,201
流动负债	8,325	9,162	10,290	11,793	加:营业外净收支	-5	0	0	0
短期借款	2,733	2,450	2,234	2,343	利润总额	774	920	1,433	2,201
应付账款	654	691	833	979	减:所得税费用	92	75	127	212
其他流动负债	4,938	6,021	7,224	8,471	少数股东损益	-25	36	28	18
非流动负债	1,078	1,078	1,078	1,078	归属母公司净利润	708	809	1,277	1,971
长期借款	390	390	390	390	EBIT	666	934	1,472	2,255
其他非流动负债	688	688	688	688	EBITDA	1,211	1,436	2,042	2,925
负债合计	9,403	10,240	11,368	12,871	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	939	975	1,003	1,021	每股收益(元)	0.22	0.24	0.37	0.57
归属母公司股东权益	6,987	7,962	9,239	11,210	每股净资产(元)	2.03	2.32	2.69	3.26
负债和股东权益	17,329	19,177	21,611	25,102	发行在外股份(百万股)	3,271	3,436	3,436	3,436
					ROIC(%)	5.2%	7.2%	10.3%	13.5%
					ROE(%)	10.1%	10.2%	13.8%	17.6%
					毛利率(%)	61.2%	61.0%	62.0%	63.0%
					销售净利率(%)	7.9%	7.5%	9.6%	12.2%
现金流量表 (百万 元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率(%)	54.3%	53.4%	52.6%	51.3%
经营活动现金流	1,304	2,266	2,492	3,118	收入增长率(%)	4.7%	20.8%	23.7%	20.7%
投资活动现金流	-1,230	299	342	503	净利润增长率(%)	-28.2%	14.3%	57.9%	54.3%
筹资活动现金流	-588	-117	-216	109	P/E	115.64	108.06	68.45	44.35
现金净增加额	-516	2,447	2,618	3,730	P/B	17.65	10.98	9.46	7.80
折旧和摊销	545	503	570	670	P/S	9.79	8.10	6.55	5.43
资本开支	-1,000	0	0	0	EV/EBITDA	95.78	58.02	39.43	26.29
营运资本变动	-38	967	709	711					

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>