

云收入占比超 50% 订阅转型成果显著

——用友网络 (600588.SH)

计算机/计算机应用



事件描述：

2022 年 3 月 18 日，公司发布 2021 年年报，报告期内实现营业收入 89.32 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 7.08 亿元，同比降低 28.2%，EPS 为 0.22 元。21 年主营业务“云+软件”收入 86.41 亿元，同比增长 15.7%，其中云业务收入达到 53.21 亿元，同比增长 55.5%。

观点描述：

21 年业绩（主要是云收入）略低于我们之前的预测，原因有如下几点：

- **订阅式收入会降低当期收入规模。**公司正在全力进行传统许可型业务向订阅型业务的转型，订阅型业务按用户使用时段分期确认收入，在业务转型阶段会对当期收入规模和增速带来影响，但会给公司带来持续可观的现金流，对公司后续业务收入、毛利以及收入可持续会带来积极影响。
- **分包交付会减少合同额。**公司生态战略进一步扩大，逐步推进实施交付更多通过生态合作伙伴提供，分包交付一定会对公司当期收入带来影响，但是长期来看一定可以起到“降本增收”的积极效果。
- **大型项目确收周期长。**公司 2021 年下半年，大型项目订单快速增长，大型项目具有跨年度的交付属性，交付周期长，会导致确收延后。

尽管业绩不及我们预期，但我们依然看好向云服务转型的用友 3.0-II 战略，主要原因如下：

- **云服务收入占 59%，已成为最主要收入来源。**公司主动收缩软件业务，加快推进向云服务转型战略，结构性增强订阅业务，加强生态建设，推进分包交付，实现营业收入 89.31 亿元，同比增长 4.7%。公司主营的云服务与软件业务收入实现 86.41 亿元，同比增长 15.7%，其中，云服务业务收入同比增长 55.5%，占营收的 59.56%，已成为公司最主要的收入来源。
- **订阅式收入高速增长，收入结构持续优化。**报告期内，公司以高质量业务收入结构突破为导向，全面贯彻订阅优先策略，优先发展公有云订阅业务，引导私有云客户按订阅方式付费，同时增加对订阅式收入指标的考核，云服务订阅 ARR 达到 16.5 亿元，云订阅合同负债 8.5 亿元，同比增长 79%。
- **生态战略高歌猛进，“质”“量”其发展。**生态战略以用友 BIP 为核心，通过推进战略联盟、集成与被集成、云市场、服务一体化、平台化运营的融合战略，落地力合、舜放、扬升、千寻、汇智五大生态计划，YonStore 入驻伙伴超 10,000 家，同比增加 25%，入驻产品超 15,000 款，同比增加 25%，合作的商业伙伴超 2200 家，ISV 伙伴 970 家，合作银行超 1700 家。
- **分层经营，深耕大、中、小微三级客户。**依托信创机遇，在大型企业市场攻克中核集团、航天科技集团、中国移动、华为等央国企、民营头部企业；在中型企业市场，凭借 YonSuite、U9 Cloud 等产品，抢抓“专精特新”客户市场，签约江苏中孚达股份、山东核电设备等一批样板客户；在小微企业市场，畅捷通继续发力和聚焦数智财税和数智商业两大领域，引领行业。

盈利预测与投资建议：

- 根据 2021 年年报披露信息，我们调整业绩预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 110.39 亿（调整前为 127.73 亿）、142.20 亿（调整前为 186.30 亿）

评级

买入（维持）

2022 年 03 月 20 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

时炯

研究助理

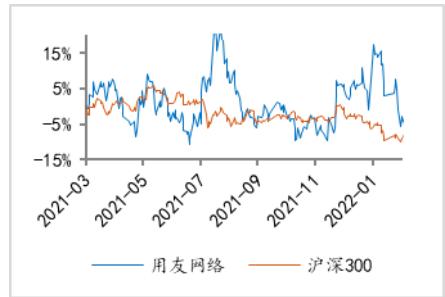
SAC 执业证书编号：S1660121120030

交易数据

时间 2022.03.20

总市值/流通市值（亿元）	874.00/825.00
总股本（万股）	343,632.38
资产负债率（%）	54.26
每股净资产（元）	2.14
收盘价（元）	25.44
一年内最低价/最高价（元）	23.43/42.91

公司股价表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《乘“云”踏“智” 产业互联领导者》
2022-02-16

以及 180.98 亿 (新增), EPS 分别为 0.57 元、0.70 元和 0.72 元, 对应 3 月 18 日市值, 22/23/24 年 PS 为 8/6/5 倍。

- ◆ 22 年对于云计算 SaaS 公司, Wind 一致预期 PS 为 10 倍, 用友是龙头企业, 产品、客户市场、生态以及服务有较大优势, 云收入占营收比例将近 60%, 引领行业云转型, 同时订阅式收入高速增长, 我们维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险、云业务转型不达预期、产品研发进度不及预期、市场竞争加剧风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,524.59	8,931.80	11,039.61	14,219.81	18,098.00
增长率 (%)	0.18%	4.78%	23.60%	28.81%	27.27%
归母净利润 (百万元)	988.60	707.76	1,385.22	1,760.96	2,159.75
增长率 (%)	-16.43%	-28.41%	95.72%	27.13%	22.65%
净资产收益率 (%)	13.11%	10.13%	17.02%	18.79%	19.85%
每股收益(元)	0.31	0.22	0.42	0.54	0.66
PE	82.06	115.64	60.07	47.25	38.53
PB	11.03	11.91	10.23	8.88	7.65

资料来源: 公司财报、wind, 申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

	利润表					资产负债表					现金流量表				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8525	8932	11040	14220	18098	流动资产合计	8773	7682	10362	12206	14263	经营活动现金流量	1000	1000	1000
营业成本	3321	3461	3021	3379	3774	货币资金	5605	4616	6624	7821	9049	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营业税金及附加	99	106	121	149	181	应收账款	1042	1280	1331	1636	1983	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营业费用	1537	2027	2318	3128	4163	其他应收款	433	185	229	295	375	经营活动现金流量	1000	1000	1000
管理费用	959	1072	1656	2275	3077	预付款项	95	132	101	113	126	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
研发费用	1459	1704	2321	3132	4166	存货	423	407	464	463	465	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
财务费用	110	79	166	214	272	其他流动资产	545	114	662	782	959	经营活动现金流量	1000	1000	1000
资产减值损失	-47	-174	-50	-100	-150	非流动资产合计	8177	9647	9710	11337	13243	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
公允价值变动收益	52	9	31	20	25	长期股权投资	2473	2553	2588	2587	2588	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
投资净收益	75	360	100	120	140	固定资产	2432	2473	1376	1632	1909	经营活动现金流量	1000	1000	1000
营业利润	1121	779	1625	2066	2531	无形资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营业外收入	24	6	25	26	28	商誉	875	1311	1311	1311	1311	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营业外支出	18	11	20	22	24	其他非流动资产	9	130	11	14	18	经营活动现金流量	1000	1000	1000
利润总额	1126	774	1630	2070	2535	资产总计	16950	17329	20072	23543	27506	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
所得税	75	92	106	132	160	流动负债合计	7950	8325	10236	12265	14459	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
净利润	1051	682	1524	1937	2376	短期借款	2375	2733	5599	6183	6920	经营活动现金流量	1000	1000	1000
少数股东损益	63	-25	139	176	216	应付账款	549	654	535	599	669	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
归属母公司净利润	989	708	1385	1761	2160	预收款项	14	18	0	0	0	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
EBITDA	2134	2841	2285	2916	3576	一年内到期的非流动负债	45	70	57	63	60	经营活动现金流量	1000	1000	1000
EPS(元)	0.31	0.22	0.42	0.54	0.66	非流动负债合计	453	1078	622	655	696	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
主要财务比率						长期借款	0	390	390	390	390	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
2020A 2021A 2022E 2023E 2024E						应付债券	0	0	0	0	0	经营活动现金流量	1000	1000	1000
成长能力						负债合计	8403	9403	10857	12920	15155	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营业收入增长	0.18%	4.78%	23.60%	28.81%	27.27%	少数股东权益	1004	939	1077	1253	1469	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营业利润增长	-20.22%	-30.51%	108.63%	27.13%	22.56%	实收资本(或股本)	3270	3271	3271	3271	3271	经营活动现金流量	1000	1000	1000
归属于母公司净利润增长	-16.43%	-28.41%	95.72%	27.13%	22.65%	资本公积	1096	892	1055	1055	1055	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
获利能力						未分配利润	2257	2221	2983	3951	5139	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
毛利率(%)	61.05%	61.25%	72.63%	76.24%	79.15%	归属母公司股东权益合计	7543	6987	8137	9370	10882	经营活动现金流量	1000	1000	1000
净利率(%)	12.33%	7.64%	13.80%	13.62%	13.13%	负债和所有者权益	16950	17329	20072	23543	27506	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
总资产净利润率(%)	5.83%	4.08%	6.90%	7.48%	7.85%	现金流量表	8403	9403	10857	12920	15155	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
ROE(%)	13.11%	10.13%	17.02%	18.79%	19.85%	2020A 2021A 2022E 2023E 2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	经营活动现金流量	1000	1000	1000
偿债能力						经营活动现金流	1613	1304	400	3357	3757	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
资产负债率(%)	50%	54%	54%	55%	55%	净利润	1051	682	1524	1937	2376	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
流动比率	1.10	0.92	1.01	1.00	0.99	折旧摊销	334	456	495	637	773	经营活动现金流量	1000	1000	1000
速动比率	1.05	0.87	0.97	0.96	0.95	财务费用	110	79	166	214	272	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
营运能力						应付帐款减少	193	-238	-51	-305	-347	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
总资产周转率	0.49	0.52	0.59	0.65	0.71	预收帐款增加	-1254	4	-18	0	0	经营活动现金流量	1000	1000	1000
应收账款周转率	7	8	8	10	10	投资活动现金流	-894	-1230	-366	-2009	-2343	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
应付账款周转率	14.88	14.85	18.56	25.08	28.56	公允价值变动收益	52	9	31	20	25	经营活动现金流量	1000	1000	1000
每股指标(元)						长期股权投资减少	-691	-80	-36	1	0	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.22	0.42	0.54	0.66	投资收益	75	360	100	120	140	经营活动现金流量	1000	1000	1000
每股净现金流(最新摊薄)	-0.49	-0.16	0.61	0.37	0.38	筹资活动现金流	-2315	-588	1974	-152	-186	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.14	2.49	2.86	3.33	应付债券增加	0	0	0	0	0	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
估值比率						长期借款增加	-45	390	0	0	0	经营活动现金流量	1000	1000	1000
P/E	82.06	115.64	60.07	47.25	38.53	普通股增加	767	0	0	0	0	投资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
P/B	11.03	11.91	10.23	8.88	7.65	资本公积增加	-666	-204	163	0	0	筹资活动现金流量	-1000	-1000	-1000
EV/EBITDA	37.50	28.78	36.16	28.13	22.80	现金净增加额	-1596	-514	2008	1197	1228	经营活动现金流量	1000	1000	1000

资料来源：公司财报，wind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上
