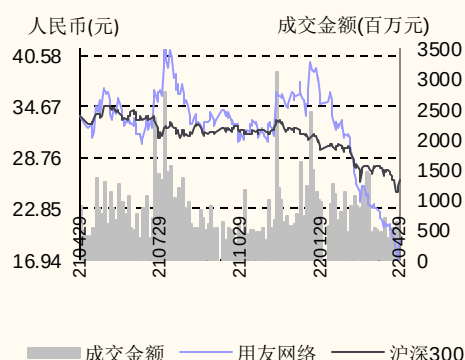


用友网络 (600588.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 19.14 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	34.35
已上市流通 A 股(亿股)	32.41
总市值(亿元)	657.42
年内股价最高最低(元)	41.39/16.94
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047


相关报告

- 1.《聚焦云转型,把握信创与数字经济行业机会-用友网络 2021 业绩...》, 2022.3.21
- 2.《分层经营始见成效,生态建设做大市场-用友网络 2021 年三季报...》, 2021.10.31
- 3.《云转型坚定,未来剑指高精尖制造-用友网络半年报点评》, 2021.8.19

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人
shaoyikai@gjzq.com.cn

云业务快速增长,市场环境机遇大于挑战
公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,525	8,932	10,691	13,086	15,881
营业收入增长率	0.18%	4.78%	19.69%	22.41%	21.35%
归母净利润(百万元)	989	708	658	827	908
归母净利润增长率	-16.43%	-28.41%	-7.04%	25.66%	9.84%
摊薄每股收益(元)	0.302	0.216	0.192	0.241	0.264
每股经营性现金流净额	0.41	0.29	0.01	0.52	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.11%	10.13%	5.05%	6.06%	6.36%
P/E	93.95	202.74	99.92	79.52	72.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司近况

- 4月29日公司发布一季报, Q1 营收 12.79 亿元, Y/Y 5.39%; 归母净利润-3.93 亿元, 去年同期-0.13 亿元, 亏损扩大主要为加大投入, 以及 2021 年处置北京畅捷通支付技术有限公司股权的一次性收益所致。

事件点评

- **积极应对疫情等外部扰动因素, 云转型加速。** Q1 云+软件收入 12.7 亿元, Y/Y 20.1%, 其中云收入 7.5 亿元, Y/Y 45.1%, 云收入占比 59%, Y/Y 10PP; 合同负债高增长, 其中云合同负债 17.2 亿元, Y/Y 39.5%, 订阅合同负债 9.6 亿元, Y/Y 95.5%, 支撑未来收入高增长。企业端业务增长强劲, Y/Y 27.6%, 政府及其他公共组织端受疫情管控、财政支出缩减等影响, Y/Y -31.8%。积极应对疫情影响, 加大线上业务拓展, 并大量启动 RPA 技术实现远程交付。转型期人员规模扩张, 平衡全年收入增长与盈利目标。
- **分层经营效果显著, 不断提升产品力。** 大型企业市场云业务收入 4.72 亿元, Y/Y 29.1%, 续费率 108%, 突破三峡集团、中国盐业、中国农业银行、中国银行等标杆客户, 新一代司库产品在多家央企交付, 掀起新司库建设浪潮, 预计 7 月 30 日发布全新 YonBIP 会计版本, 有望实现高速增长; 中型企业云收入 0.89 亿元, Y/Y 165.6%, 续费率 84%, U9C 订单增长强劲, YonSuite 不断扩大成长型客户覆盖面; 小微企业续费率 73%, 续费率偏低, 主要为客户自然成长或消亡, 预计随疫情缓解、复工复产逐步恢复; 政府及其它公共组织云收入 0.58 亿元, Y/Y 103.4%, 续费率 100%。报告期内新增云付费客户 3.32 万家, 累计付费客户 47.07 万家。
- **抢抓信创机遇, 发挥公有云聚合效应与生态优势, 看好未来业绩韧性。** 公司大客户优势显著, 央企客户订单增长超 60%。大客户在不确定性市场中韧性更强, 且 YonBIP 新版本新增费控、报销、采购等涉及外部连接、高频、高迭代的敏态应用, 有望把握大型企业数字化转型+国产化替代需求。公司聚合 ISV 合作伙伴, 加强生态业务, ISV 伙伴已超 1000 家, 与超 10 家大厂云原生开发合作。我们看好公司前景, 预计未来三年云收入 CAGR 50%+。

盈利调整及投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计 22-24 年归母净利润 6.58/8.27/9.08 亿元。对应 PE 为 100/80/72 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 企业上云不及预期; 市场竞争加剧; 高端 ERP 市场国产化进程低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,510	8,525	8,932	10,691	13,086	15,881
增长率		0.2%	4.8%	19.7%	22.4%	21.4%
主营业务成本	-2,942	-3,435	-3,468	-4,356	-5,441	-6,676
%销售收入	34.6%	40.3%	38.8%	40.7%	41.6%	42.0%
毛利	5,567	5,090	5,464	6,335	7,645	9,204
%销售收入	65.4%	59.7%	61.2%	59.3%	58.4%	58.0%
营业税金及附加	-113	-99	-106	-128	-157	-191
%销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-1,634	-1,537	-2,027	-2,459	-2,944	-3,494
%销售收入	19.2%	18.0%	22.7%	23.0%	22.5%	22.0%
管理费用	-1,389	-959	-1,072	-1,283	-1,570	-1,906
%销售收入	16.3%	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
研发费用	-1,630	-1,459	-1,704	-2,138	-2,617	-3,176
%销售收入	19.2%	17.1%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	802	1,036	555	327	356	438
%销售收入	9.4%	12.2%	6.2%	3.1%	2.7%	2.8%
财务费用	-118	-110	-79	-21	121	93
%销售收入	1.4%	1.3%	0.9%	0.2%	-0.9%	-0.6%
资产减值损失	0	0	0	146	176	221
公允价值变动收益	235	52	9	12	15	13
投资收益	287	75	360	80	85	88
%税前利润	20.5%	6.7%	46.5%	9.5%	8.1%	7.7%
营业利润	1,405	1,121	779	842	1,039	1,130
营业利润率	16.5%	13.1%	8.7%	7.9%	7.9%	7.1%
营业外收支	-1	6	-5	-4	4	15
税前利润	1,404	1,126	774	839	1,043	1,145
利润率	16.5%	13.2%	8.7%	7.8%	8.0%	7.2%
所得税	-83	-75	-92	-126	-156	-172
所得税率	5.9%	6.6%	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,321	1,051	682	713	887	973
少数股东损益	138	63	-25	55	60	65
归属于母公司的净利润	1,183	989	708	658	827	908
净利率	13.9%	11.6%	7.9%	6.2%	6.3%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,321	1,051	682	713	887	973
少数股东损益	138	63	-25	55	60	65
非现金支出	334	357	545	185	179	156
非经营收益	-408	57	-240	136	56	127
营运资金变动	113	-118	-42	-993	665	658
经营活动现金净流	1,361	1,348	945	40	1,786	1,914
资本开支	-296	-575	-1,000	-265	-388	-408
投资	-170	-537	-300	-150	-160	-160
其他	283	218	70	80	85	88
投资活动现金净流	-183	-894	-1,230	-335	-463	-480
股权募资	167	425	279	5,656	100	100
债权募资	909	-1,950	702	-1,405	216	2,295
其他	-1,237	-797	-1,572	-446	-492	-607
筹资活动现金净流	-162	-2,322	-590	3,805	-177	1,788
现金净流量	1,016	-1,868	-875	3,511	1,147	3,221

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,147	5,605	4,616	8,127	9,274	12,495
应收款项	1,824	1,584	1,625	2,297	2,964	3,745
存货	23	423	407	561	745	915
其他流动资产	1,174	1,160	1,034	1,254	1,296	1,327
流动资产	10,168	8,773	7,682	12,238	14,279	18,481
%总资产	58.0%	51.8%	44.3%	55.8%	59.1%	64.7%
长期投资	2,877	3,570	3,606	3,756	3,916	4,076
固定资产	2,510	2,507	2,529	2,641	2,742	2,833
%总资产	14.3%	14.8%	14.6%	12.0%	11.4%	9.9%
无形资产	1,779	1,955	3,197	3,146	3,083	3,039
非流动资产	7,370	8,177	9,647	9,679	9,877	10,084
%总资产	42.0%	48.2%	55.7%	44.2%	40.9%	35.3%
资产总计	17,538	16,950	17,329	21,917	24,156	28,565
短期借款	4,326	2,420	2,802	1,858	2,059	4,336
应付款项	1,930	1,867	1,800	2,158	2,719	3,282
其他流动负债	2,857	3,663	3,722	3,297	4,103	4,945
流动负债	9,112	7,950	8,325	7,313	8,881	12,563
长期贷款	45	0	390	400	412	425
其他长期负债	87	453	688	172	175	179
负债	9,244	8,403	9,403	7,885	9,468	13,167
普通股股东权益	7,173	7,543	6,987	13,038	13,634	14,279
其中：股本	2,504	3,270	3,271	3,437	3,437	3,437
未分配利润	2,395	2,257	2,221	2,616	3,112	3,657
少数股东权益	1,122	1,004	939	994	1,054	1,119
负债股东权益合计	17,538	16,950	17,329	21,917	24,156	28,565

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.472	0.302	0.216	0.192	0.241	0.264
每股净资产	2.865	2.306	2.136	3.796	3.969	4.157
每股经营现金净流	0.543	0.412	0.289	0.012	0.520	0.557
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.077	0.096	0.106
回报率						
净资产收益率	16.49%	13.11%	10.13%	5.05%	6.06%	6.36%
总资产收益率	6.75%	5.83%	4.08%	3.00%	3.42%	3.18%
投入资本收益率	5.95%	8.81%	4.40%	1.70%	1.77%	1.85%
增长率						
主营业务收入增长率	10.46%	0.18%	4.78%	19.69%	22.41%	21.35%
EBIT增长率	-7.18%	29.23%	-46.45%	-41.12%	9.07%	22.93%
净利润增长率	93.26%	-16.43%	-28.41%	-7.04%	25.66%	9.84%
总资产增长率	15.23%	-3.35%	2.24%	26.47%	10.22%	18.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.3	48.7	47.4	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	2.8	23.7	43.7	47.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	65.3	60.9	63.3	65.0	63.5	66.0
固定资产周转天数	107.6	104.1	101.1	86.9	72.7	61.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.15%	-39.95%	-21.51%	-43.91%	-48.42%	-52.31%
EBIT利息保障倍数	6.8	9.4	7.1	15.6	-3.0	-4.7
资产负债率	52.71%	49.57%	54.26%	35.98%	39.19%	46.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	40	45	102
增持	0	0	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.11	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-01	买入	43.15	N/A
2	2021-01-06	买入	46.60	N/A
3	2021-02-18	买入	43.26	N/A
4	2021-02-27	买入	36.90	52.74 ~ 62.23
5	2021-03-28	买入	35.20	N/A
6	2021-08-19	买入	37.25	N/A
7	2021-10-31	买入	31.80	N/A
8	2022-03-21	买入	25.44	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402