

用友网络(600588.CH): 云转型持续推进

维持买入评级, 下调目标价至 24 元人民币, 潜在升幅 25%

- 加速云转型, 云收入占比稳步提升:** 公司 1Q22 收入为 12.79 亿人民币, 同比增长 5.4%, 其中主营业务云服务和软件收入同比增 20.1%。云转型战略持续推进, 云服务同比增长 45.1% 至 7.48 亿, 收入占比达 58%; 软件收入为 5.22 亿, 同比降 3.7%; 根据公司战略业务调整, 金融服务业务持续收缩, 至 921 万, 同比降 94.1%。归母净亏损扩大至 3.93 亿, 去年同期亏损 0.13 亿, 主要由于去年同期处置畅捷通支付所得一次性收益, 以及本季度研发和营销投入的增加。
- 受益于企业数智化转型, 云服务业务稳步推进:** 本季度, 云业务稳步推进, 公司新增云服务付费客户 3.32 万, 累计付费客户数达到 47.07 万。合同负债达 22.65 亿元, 其中云业务相关合同负债为 17.15 亿, 同比增长 39.5%, 订阅相关合同负债为 9.61 亿, 同比增长 95.5%。按客户类型来看, 大型企业、中型企业、小微企业收入分别为 8.14 亿、2.03 亿、1.61 亿, 同比分别增长 19.9%、42.4%、57.6%。作为云服务收入支柱, 大型企业云服务收入 4.7 亿, 同比增 29.1%, 保持稳健增长, 云服务续费率达 108%。本季度, 公司成功中标签约一批超大型集团, 在金融、烟草、汽车、电信和广电等行业推广顺利。受益于企业数智化转型和信创国产化机遇, 云业务有望保持高速增长。
- 二季度继续加大研发及营销力度, 巩固龙头地位:** 一季度, 公司研发费用 4.68 亿, 同比增 40.8%, 研发费率 36.6%, 去年同期为 27.4%, 研发人员较去年底增加 368 人, 公司在研发上的持续加大投入, 支持和促进了用友 BIP 在平台技术及数智应用方面的加速突破。公司表示二季度将继续围绕强产品、占市场、扩生态、提能力等关键任务开展工作, 我们预计二季度公司仍将继续加大研发及市场营销力度, 进而保持云业务的强劲增长势头, 巩固龙头地位。
- 维持“买入”评级, 下调目标价至 24 元人民币:** 由于整体估值中枢下移, 我们下调各分部业务估值倍数, 基于分部加总法的目标价为 24 元人民币, 分别对应 7.8x 和 6.4x 的 2022E 和 2023E P/S。公司云转型及获客进程稳健, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 宏观经济放缓, 或影响企业 IT 支出; 竞争激烈, 或导致市场份额缩减; 数据安全问题, 或影响大型企业上云进度。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	8,525	8,932	10,654	13,095	15,972
经营利润	1,121	779	800	1,283	1,996
净利润	1,051	682	616	1,090	1,697
调整后目标 P/S(x)			7.8	6.4	5.2

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2022 年 05 月 04 日

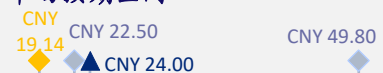
评级

买入

目标价 (人民币)	24.0
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (人民币)	19.14
52 周内股价区间 (人民币)	16.53-42.91
总市值 (百万人民币)	65,742
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	666

注: 截至 2022 年 4 月 29 日收盘

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	8,525	8,932	10,654	13,095	15,972
收入成本	(3,321)	(3,461)	(4,162)	(5,102)	(6,229)
毛利润	5,204	5,471	6,492	7,993	9,743
销售费用	(1,537)	(2,027)	(2,424)	(2,950)	(3,194)
管理费用	(959)	(1,072)	(1,276)	(1,492)	(1,757)
研发费用	(1,459)	(1,704)	(2,077)	(2,262)	(2,715)
财务费用	(110)	(79)	(37)	(60)	(80)
其他经营费用	(19)	189	13	-	-
经营利润	1,121	779	689	1,229	1,996
营业外收入，净额	6	(5)	0	-	-
除税前利润	1,126	774	690	1,229	1,996
所得税开支	(75)	(92)	(168)	(184)	(299)
净利润	1,051	682	522	1,045	1,697
少数股东权益	63	(25)	-	-	-
本公司权益持有人	989	708	522	1,045	1,697

现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
净利润	1,051	682	522	1,045	1,697
折旧	118	122	124	177	242
摊销	216	334	793	455	261
其他经营现金流	228	165	(96)	(179)	(229)
经营现金流	1,613	1,304	1,343	1,498	1,971
固定资产	(575)	(1,000)	(1,193)	(1,466)	(1,788)
投资支付	(493)	209	-	-	-
其他投资现金流	174	(440)	-	-	-
投资现金流	(894)	(1,230)	(1,193)	(1,466)	(1,788)
借款	(1,950)	702	-	-	-
分配股利、利润或偿付利息	(929)	(858)	(557)	(426)	(852)
其他融资活动现金	929	858	557	426	852
融资现金流	(2,315)	(588)	4,723	(426)	(852)
现金及现金等价物净流量	(1,596)	(514)	4,873	(393)	(669)
年初现金及现金等价物	6,038	4,436	3,920	8,793	8,400
汇率变动影响	(6)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,436	3,920	8,793	8,400	7,731

资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
物业、厂房及设备	2,432	2,473	3,542	4,830	6,376
无形资产	785	1,862	1,069	613	352
其他非流动资产	4,960	5,312	5,312	5,312	5,312
非流动资产合计	8,177	9,647	9,922	10,756	12,040
存货	423	407	485	597	728
应收账款	1,042	1,280	1,526	1,876	2,288
货币资金	5,605	4,616	9,489	9,096	8,427
其他流动资产	1,703	1,380	1,380	1,380	1,380
流动资产合计	8,773	7,682	12,881	12,949	12,823
资产总额	16,950	17,329	22,803	23,704	24,863
实收资本	3,270	3,271	8,550	8,550	8,550
未分配利润	2,257	2,221	2,186	2,805	3,650
其他权益	2,015	1,496	1,599	1,702	1,806
本公司权益持有人应占权益	7,543	6,987	12,335	13,058	14,006
非控制性权益	1,004	939	939	939	939
权益总额	8,547	7,926	13,274	13,996	14,945
长期借款	-	390	390	390	390
其他非流动负债	453	688	688	688	688
非流动负债合计	453	1,078	1,078	1,078	1,078
短期借款	2,375	2,733	2,733	2,733	2,733
应付账款	549	654	780	959	1,170
其他流动负债	5,026	4,938	4,938	4,938	4,938
流动负债合计	7,950	8,325	8,451	8,630	8,841
负债总额	8,403	9,403	9,529	9,708	9,919
权益及负债总额	16,950	17,329	22,803	23,704	24,863

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
盈利增速					
营业收入增速	0.2%	4.8%	19.3%	22.9%	22.0%
毛利润增速	-6.5%	5.1%	18.7%	23.1%	21.9%
经营利润增速	-20.2%	-30.5%	-11.5%	78.2%	62.5%
净利润增速	-20.4%	-35.1%	-23.5%	100.2%	62.5%
盈利能力比率					
毛利率	61.0%	61.2%	60.9%	61.0%	61.0%
经营利润率	13.1%	8.7%	6.5%	9.4%	12.5%
净利率	12.3%	7.6%	4.9%	8.0%	10.6%
每股指标 (元)					
基本EPS	0.31	0.22	0.15	0.30	0.49
摊薄EPS	0.30	0.22	0.15	0.30	0.49
每股指标增速					
基本EPS增速	-17.0%	-28.7%	-30.5%	100.2%	62.5%
摊薄EPS增速	-17.6%	-28.4%	-30.4%	100.2%	62.5%
估值 (倍)					
目标P/E		110.9	159.4	79.6	49.0
目标P/S		8.8	7.8	6.4	5.2
目标P/B		9.9	6.3	5.9	5.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 用友网络估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E		估值方法		估值
	收入	净利润	P/E (X)	P/S (X)	
云服务业务	7,475			10	74,752
软件业务		474	15		7,112
市值(人民币 百万)					81,865
股数(百万)					3,465
目标价(人民币)					24

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 用友网络



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 互联网行业覆盖公司

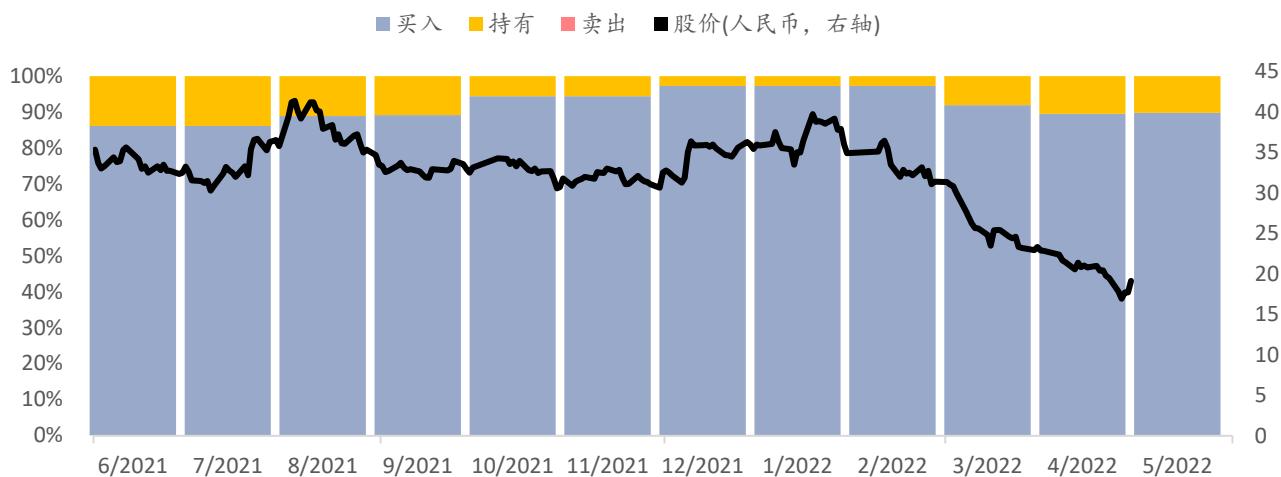
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	368.40	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	96.55	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	100.38	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	164.50	持有	202.00	23/2/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	62.65	买入	123.00	24/11/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	176.30	买入	308.00	7/3/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.39	买入	39.00	7/3/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	14.20	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.13	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.67	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	22.85	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	19.14	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	16.24	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	10.30	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	87.59	买入	180.00	2/3/2022	电商、游戏

注：A 股、港股股价截至 5 月 4 日，美股股价截至 5 月 3 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

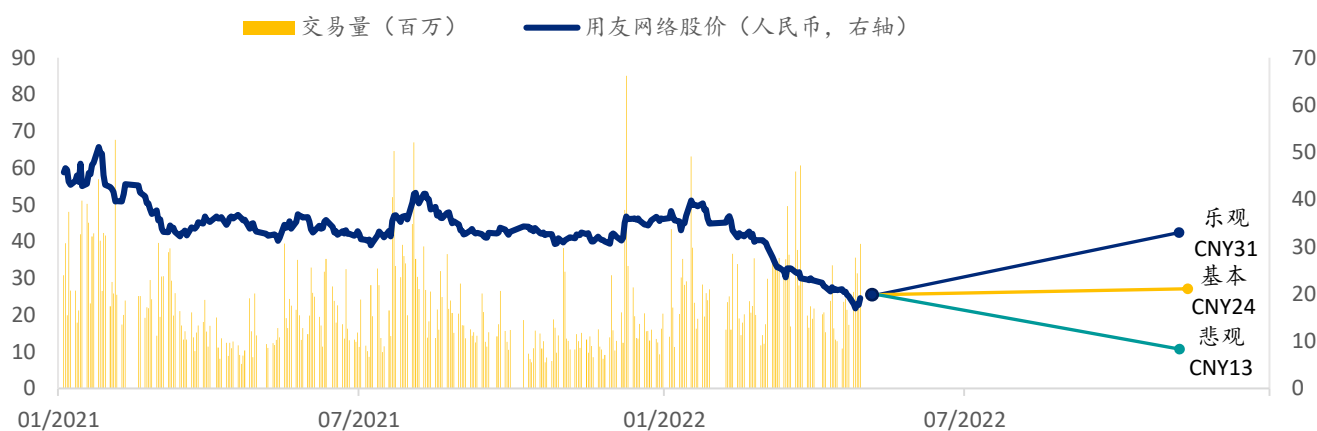
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 用友网络 (600588.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 用友网络 (600588.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入水平好于预期

目标价: 31 人民币

概率: 20%

- 若云业务未来三年年均复合增长超过 45%, 或带动整体收入好于预期;

悲观情景: 公司收入水平不及预期

目标价: 13 人民币

概率: 20%

- 若云业务未来三年年均复合增长低于 25%, 公司整体收入或不及预期;

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: 损益表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
损益表					
收入	8,525	8,932	10,654	13,095	15,972
收入成本	(3,321)	(3,461)	(4,162)	(5,102)	(6,229)
毛利润	5,204	5,471	6,492	7,993	9,743
销售费用	(1,537)	(2,027)	(2,424)	(2,950)	(3,194)
管理费用	(959)	(1,072)	(1,276)	(1,492)	(1,757)
研发费用	(1,459)	(1,704)	(2,077)	(2,262)	(2,715)
财务费用	(110)	(79)	(37)	(60)	(80)
其他经营费用	(19)	189	13	-	-
经营利润	1,121	779	689	1,229	1,996
营业外收入, 净额	6	(5)	0	-	-
除税前利润	1,126	774	690	1,229	1,996
所得税开支	(75)	(92)	(168)	(184)	(299)
净利润	1,051	682	522	1,045	1,697
少数股东权益	63	(25)	-	-	-
本公司权益持有人	989	708	522	1,045	1,697

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
资产负债表					
物业、厂房及设备	2,432	2,473	3,542	4,830	6,376
无形资产	785	1,862	1,069	613	352
其他非流动资产	4,960	5,312	5,312	5,312	5,312
非流动资产合计	8,177	9,647	9,922	10,756	12,040
存货	423	407	485	597	728
应收账款	1,042	1,280	1,526	1,876	2,288
货币资金	5,605	4,616	9,489	9,096	8,427
其他流动资产	1,703	1,380	1,380	1,380	1,380
流动资产合计	8,773	7,682	12,881	12,949	12,823
资产总额	16,950	17,329	22,803	23,704	24,863
实收资本	3,270	3,271	8,550	8,550	8,550
未分配利润	2,257	2,221	2,186	2,805	3,650
其他权益	2,015	1,496	1,599	1,702	1,806
本公司权益持有人应占权益	7,543	6,987	12,335	13,058	14,006
非控制性权益	1,004	939	939	939	939
权益总额	8,547	7,926	13,274	13,996	14,945
长期借款	-	390	390	390	390
其他非流动负债	453	688	688	688	688
非流动负债合计	453	1,078	1,078	1,078	1,078
短期借款	2,375	2,733	2,733	2,733	2,733
应付账款	549	654	780	959	1,170
其他流动负债	5,026	4,938	4,938	4,938	4,938
流动负债合计	7,950	8,325	8,451	8,630	8,841
负债总额	8,403	9,403	9,529	9,708	9,919
权益及负债总额	16,950	17,329	22,803	23,704	24,863
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	1,613	1,304	1,343	1,498	1,971
投资活动现金流量净额	(894)	(1,230)	(1,193)	(1,466)	(1,788)
融资活动所得现金流量净额	(2,315)	(588)	4,723	(426)	(852)
现金及现金等价物增加净额	(1,596)	(514)	4,873	(393)	(669)
期初的现金及现金等价物	6,038	4,436	3,920	8,793	8,400
现金及现金等价物的汇兑收益	(6)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,436	3,920	8,793	8,400	7,731

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼