

股权激励绑定核心人才，紧抓数字化&国产化浪潮

2022 年 05 月 31 日

➤ **用友网络发布 2022 年新一轮股权激励。**公司于 2022 年 5 月 30 日发布公告，发布 2022 年股权激励计划，拟授予合计 355.5 万股，占总股本比例 0.103%，授予对象包括高级副总裁张纪雄、核心骨干员工 386 人。

➤ **股权激励解锁条件与前几轮一致，绑定核心高管。**用友本轮股权激励的解锁目标为以 2019 年“云+软件”营收为基数，2022、2023 年营收同比增速分别达到 30%、40%，与前几轮股权激励的目标保持一致。公司本轮激励的看点在于激励对象，主要高管为高级副总裁张纪雄一人，以及核心骨干员工 386 人。随着公司大型企业、中型企业、小型企业分层战略逐步推进，相应也做出一定的战略和人事调整，通过股权激励的方式将新任高管与公司方向绑定，有利于相应业务线的不断突破。

➤ **期待新产品开拓市场，云转型进入关键阶段。**回顾 2021 年用友的云转型成果，订阅业务实现高质量的发展：ARR 达到 16.5 亿元，较 21H1 实现 98% 的增长；云订阅合同负债 8.5 亿元，同比增长 79%。高质量的云转型才是 SaaS 模式能够成功的关键，公司在 21 年加大订阅收入的考核，订阅收入占比提升的背景下整体云收入仍有同比增速 55%。展望 2022 年，战略级产品 YonBIP 在定增助力下有望进一步完成版本更迭；2021 年新发布的产品 U9C 发力专精特新制造业市场，为公司打开了中型企业的市场空间；聚焦中小企业的畅捷通进一步发力，订阅收入全面推广。2022 年是用友云转型的关键年份，保持高速且高质量的云收入增长，三大层次业务线齐发力，

➤ **疫情得到控制，紧抓数字化与国产化机遇。**随着上海、北京等城市陆续宣布疫情管控成果，2022 年 4 月份以来的疫情影响有望逐渐消退，而参考 2020 年的情况，三季度计算机行业有望迎来赶工潮。对于用友来说，2022 年确立的数字经济主线，以及不断出台的推动国产软件做大做强政策，都利好公司的订单开拓，公司有望在数字化、国产化、云化三浪叠加的推动下顺利实现云转型，成长为中国领先的 SaaS 龙头。

➤ **投资建议：**预计公司 22-24 年营收分别为 110.08、137.69、165.99 亿元，22-24 年实现归母净利润分别为 6.45、9.65、12.88 亿元，当前市值对应 22/23/24 年 PS 为 6/5/4 倍。用友是我国 ERP 软件 SaaS 的领军者，当前的 PS 倍数显著低估，随着云转型成果逐步显现，公司估值有望得到修复，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**经济下行压力加大致企业 IT 支出下滑；行业竞争加剧致毛利率下滑；重磅产品 YonBIP 研发推广进度不及预期。

推荐**维持评级****当前价格：****18.62 元****分析师：吕伟**

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：18817739265

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

- 1.用友网络 (600588.SH) 2022 一季报点评：疫情压力下韧性十足，关注重磅云产品的推广
- 2.用友网络 (600588) 2021 年报点评：聚焦高质量云转型，数字经济红利可期
- 3.用友网络 (600588) 事件点评：定增落地，开启数字化转型新篇章
- 4.用友网络 (600599) 点评报告：用友网络：数字中国的先锋
- 5.用友网络 (600588) 2021 三季报点评：云业务增速与质量均有所提升，期待 Q4 表现

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,932	11,008	13,769	16,599
增长率 (%)	4.7	23.3	25.1	20.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	708	645	965	1,288
增长率 (%)	-28.2	-8.9	49.6	33.6
每股收益 (元)	0.21	0.19	0.28	0.38
PE	90	99	66	50
PB	9.2	5.1	4.9	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 5 月 30 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,932	11,008	13,769	16,599
营业成本	3,461	4,073	5,026	5,976
营业税金及附加	106	121	151	183
销售费用	2,027	2,532	3,167	3,818
管理费用	1,072	1,321	1,652	1,992
研发费用	1,704	2,202	2,754	3,320
EBIT	666	809	1,101	1,447
财务费用	79	96	34	23
资产减值损失	-174	-150	-175	-180
投资收益	360	110	138	166
营业利润	779	682	1,021	1,363
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	774	682	1,021	1,363
所得税	92	68	102	136
净利润	682	614	919	1,227
归属于母公司净利润	708	645	965	1,288
EBITDA	1,211	1,153	1,443	1,760

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,616	10,802	11,980	13,183
应收账款及票据	1,440	1,689	2,112	2,547
预付款项	132	122	151	179
存货	407	408	513	639
其他流动资产	1,088	1,254	1,454	1,659
流动资产合计	7,682	14,275	16,211	18,206
长期股权投资	2,553	2,553	2,553	2,553
固定资产	2,473	2,429	2,427	2,464
无形资产	1,862	1,812	1,797	1,827
非流动资产合计	9,647	9,553	9,536	9,603
资产合计	17,329	23,828	25,747	27,809
短期借款	2,733	2,733	2,733	2,733
应付账款及票据	654	781	964	1,146
其他流动负债	4,938	5,763	7,064	8,365
流动负债合计	8,325	9,277	10,760	12,244
长期借款	390	390	390	390
其他长期负债	688	688	688	688
非流动负债合计	1,078	1,078	1,078	1,078
负债合计	9,403	10,355	11,838	13,322
股本	3,271	3,435	3,435	3,435
少数股东权益	939	908	862	801
股东权益合计	7,926	13,474	13,908	14,487
负债和股东权益合计	17,329	23,828	25,747	27,809

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.73	23.25	25.07	20.56
EBIT 增长率	-44.23	21.49	36.07	31.45
净利润增长率	-28.18	-8.92	49.62	33.58
盈利能力 (%)				
毛利率	61.25	63.00	63.50	64.00
净利润率	7.64	5.58	6.67	7.39
总资产收益率 ROA	4.08	2.71	3.75	4.63
净资产收益率 ROE	10.13	5.13	7.39	9.41
偿债能力				
流动比率	0.92	1.54	1.51	1.49
速动比率	0.80	1.42	1.38	1.35
现金比率	0.55	1.16	1.11	1.08
资产负债率 (%)	54.26	43.46	45.98	47.90
经营效率				
应收账款周转天数	52.30	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	42.92	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.52	0.46	0.53	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.19	0.28	0.38
每股净资产	2.03	3.66	3.80	3.98
每股经营现金流	0.38	0.45	0.58	0.64
每股股利	0.10	0.09	0.14	0.19
估值分析				
PE	90	99	66	50
PB	9.2	5.1	4.9	4.7
EV/EBITDA	51.69	48.95	38.28	30.70
股息收益率 (%)	0.54	0.50	0.76	1.01

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	682	614	919	1,227
折旧和摊销	545	344	342	313
营运资金变动	-38	124	212	101
经营活动现金流	1,304	1,535	1,992	2,207
资本开支	-1,000	-250	-325	-380
投资	-300	0	0	0
投资活动现金流	-1,230	-140	-187	-214
股权募资	279	5,256	0	0
债务募资	702	0	0	0
筹资活动现金流	-588	4,791	-626	-790
现金净流量	-516	6,186	1,178	1,202

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001