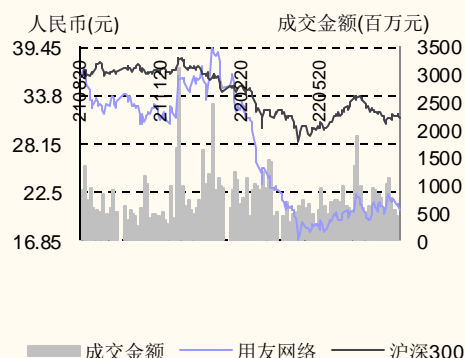


市场价格 (人民币): 20.39 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	34.34
已上市流通 A 股(亿股)	34.04
总市值(亿元)	700.17
年内股价最高最低(元)	39.53/16.85
沪深 300 指数	4151
上证指数	3258


相关报告

- 1.《单季度实现盈利,研发投入提升产品力-用友网络 22H1 业绩预告...》, 2022.7.14
- 2.《云业务快速增长,市场环境机遇大于挑战-用友网络 22Q1 季报点...》, 2022.4.30
- 3.《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
- 4.《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

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,把握国产替代大机遇

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	106.42	84.69	77.10
P/B	12.31	20.54	5.37	5.14	4.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月19日,公司发布 22H1 业绩报告,实现营收 35.37 亿元, Y/Y 11.3%; 云服务与软件业务营收 35.11 亿元, Y/Y 19%; 归母净利润 -2.56 亿元, 同比出现亏损; 扣非归母净利润为-2.06 亿元, 同比出现亏损, 符合预期。

经营分析

- **疫情压力下仍实现单季度盈利,云业务快速增长。** 2022Q2 单季度营收 22.58 亿元, Y/Y 15.00%, Q/Q 76.54%; 主营的云+软业务实现营收 22.41 亿元, Y/Y 18.45%; ARR 16.8 亿元, Y/Y 101.3%; 归母 1.37 亿元, Y/Y -43.41%, Q/Q 由负转正; 扣非 1.56 亿元, Y/Y 20.85%, Q/Q 由负转正。公司上半年受上海、北京等多地疫情的影响,部分业务合同约延迟、项目实施交付延后,公司克服疫情,补强其他区域业务,在实现营收增长的同时,业务与收入结构持续向更优质量突破。21H1 因子公司畅捷通处置股权收益 2.2 亿元,基数较高,22H1 公司非经常性损益较同期减少 3.5 亿元。同时,公司持续推进强产品战略,研发投入达 13.17 亿,同比增长约 38%。
- **千万级订单充沛, YonBIP V3 发布在即,产品矩阵三箭齐发。** 上半年,公司千万以上项目签约金额同比增长 61%,完成中国联通、中船集团、中国兵器、中国广电、中国移动、中国星网、三峡集团、中盐集团、中国融通、南方航空等 10 家央企一级统签项目,信创国产替代项目累计签约超 350 家。此外,公司预计于 8 月 27 日发布 YonBIP V3,可比肩国际友商, NCC 仅保留老客户增购,提升大型企业客户收入增速,巩固霸主地位。针对中型客户产品 U9C 专攻专精特新客户群体, YonSuite 规模化发展客户,提升公有云销售灵活性;小微客户广泛覆盖,保持以订阅为绝对优先的增长趋势。
- **交付能力持续提升,生态伙伴建设打造强生态。** 超大型客户交付经验叠加产品优化、预制模型和工具、RPA 技术,交付效率持续提升,实现交付时间、交付人员投入、交付人员职级同步下降;聚焦动态伙伴能力管理计划,培养长期 ISV,共同服务客户。实施交付人员保持总量控制,产品研发投入增长趋稳,我们看好公司前景,预计未来三年云收入 CAGR 50%+。

盈利调整与投资建议

- 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 106/85/77 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

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3.797	3.971	4.158
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%

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	4	28	34	101
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-18	买入	43.26	N/A
2	2021-02-27	买入	36.90	52.74 ~ 62.23
3	2021-03-28	买入	35.20	N/A
4	2021-08-19	买入	37.25	N/A
5	2021-10-31	买入	31.80	N/A
6	2022-03-21	买入	25.44	N/A
7	2022-04-30	买入	19.14	N/A
8	2022-07-14	买入	19.57	N/A

来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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