

## 营收实现稳健增长，加大市场抢占力度

## 买入|维持

### ——用友网络(600588.SH)2022年半年度报告点评

#### 事件：

公司于2022年8月19日收盘后发布《2022年半年度报告》。

#### 点评：

##### ● 营业收入实现稳健增长，云服务业务增长态势良好

2022年上半年，公司实现营业收入35.37亿元，同比增长11.3%，其中，云服务与软件业务实现收入35.11亿元，同比增长19.0%；金融服务业务实现收入2581万元，同比下降88.6%。在云服务与软件业务收入中，云服务业务高速增长，实现收入22.99亿元，同比增长52.6%，占营业收入的65.0%；软件业务继续战略收缩，实现收入12.12亿元，同比下降16.1%。截至6月30日，公司合同负债实现23.2亿元，其中云业务相关合同负债实现17.6亿元，同比增长41.4%；订阅相关合同负债实现10.3亿元，同比增长57.5%。公司云服务业务ARR实现16.8亿元，同比增长101.3%。截至6月30日，公司新增云服务付费客户数为6.62万家，云服务累计付费客户数为50.45万家。

##### ● 归母净利润受到研发费用等因素影响，强投入奠定未来成长基石

上半年，归母净利润为-2.56亿元，同比出现亏损主要由于去年同期处置北京畅捷通支付技术有限公司等子公司股权产生的投资收益等影响。扣非归母净利润为-2.06亿元，主要系公司持续加大研发投入，落实“强产品”关键任务，增强云服务产品的平台、核心应用和生态融合能力。上半年，公司研发投入13.17亿元，同比增长38.1%，占营业收入的37.2%。公司对研发的持续加大投入尽管对当期利润业绩有一定影响，且研发投入对业绩释放具有一定的滞后性，但系公司的战略性投入，为公司业绩的未来增长打下坚实基础。

##### ● 强化大型、超大型企业市场占位，中型企业市场渗透率不断提升

分客户类型看：1) 在大型企业客户市场，公司继续抢抓数智化与信创国产化市场机遇，实现云服务与软件业务收入23.62亿元，同比增长19.3%。上半年，公司千万以上项目签约金额实现同比增长61%，信创国产替代项目累计签约超350家。2) 在中型企业客户市场，公司持续加快推进云转型，战略增强公有云订阅业务，实现云服务与软件业务收入5.01亿元，同比增长34.8%。3) 在小微企业客户市场，公司控股子公司畅捷通继续聚焦数智财税和数智商业两大领域，实现云服务与软件业务收入3.38亿元，同比增长55.7%。

##### ● 盈利预测与投资建议

公司在传统企业管理软件领域深耕多年，行业地位稳固；云服务是战略发展方向，处于快速成长期，未来成长空间较为广阔。预测公司2022-2024年的营业收入为107.56、128.94、153.62亿元，考虑到公司加大投入，下调归母净利润预测至8.64、11.31、14.07亿元，EPS为0.25、0.33、0.41元/股，对应PE为81.01、61.92、49.75倍。公司处于云化转型的关键时期，研发、销售等费用投入较多，净利润率偏低，采用PS估值法较为合理。公司过去三年的PS主要运行在6-20倍之间，考虑到目前市场的估值水平，下调公司2022年的目标PS至10倍，对应的目标价为31.32元。维持“买入”评级。

##### ● 风险提示

新冠肺炎疫情反复风险；云转型推进不及预期；新产品研发及推广进度低于预期；人才流失风险；更多厂商进入企业云服务市场，行业竞争加剧风险。

当前价/目标价：20.39元/31.32元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：39.75 / 16.94

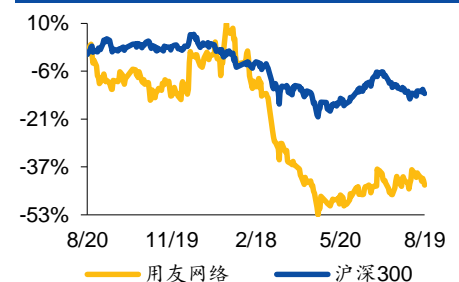
A股流通股(百万股)：3403.90

A股总股本(百万股)：3433.87

流通市值(百万元)：69405.45

总市值(百万元)：70016.63

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)2021年半年度报告点评：加快推进云转型，云服务增长强劲》  
2022.03.21

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)事件点评：完成非公开发行，引入多家知名机构》  
2022.01.26

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

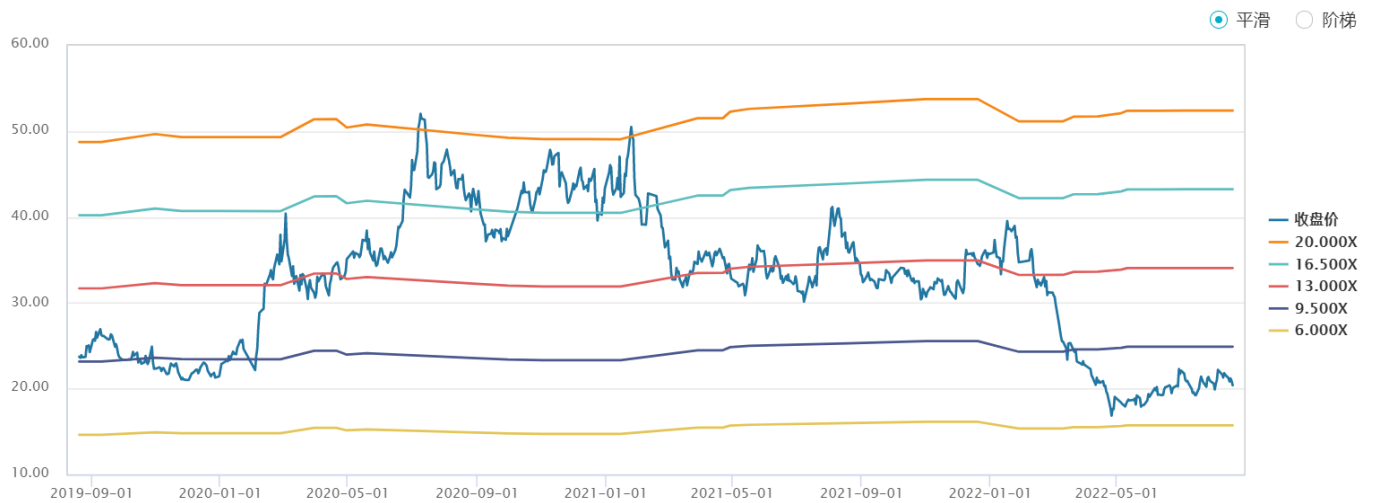
邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8528.44	8931.80	10756.45	12894.30	15362.28
收入同比(%)	0.22	4.73	20.43	19.88	19.14
归母净利润(百万元)	985.46	707.76	864.26	1130.76	1407.45
归母净利润同比(%)	-16.70	-28.18	22.11	30.84	24.47
ROE(%)	13.05	10.13	6.76	8.41	9.86
每股收益(元)	0.29	0.21	0.25	0.33	0.41
市盈率(P/E)	71.05	98.93	81.01	61.92	49.75

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：用友网络过去 3 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8792.19	7682.38	12950.35	13452.87	13870.51
现金	5604.88	4616.02	9211.33	9013.86	8660.45
应收账款	1042.14	1279.72	1472.84	1760.85	2095.10
其他应收款	448.62	185.05	544.28	648.58	769.65
预付账款	95.49	131.62	118.82	141.54	166.99
存货	425.67	407.03	503.14	600.21	710.56
其他流动资产	1175.39	1062.95	1099.94	1287.83	1467.76
<b>非流动资产</b>	8174.44	9646.96	9763.13	9999.37	10315.90
长期投资	2468.83	2552.62	2643.28	2738.76	2903.27
固定资产	2432.49	2472.92	2567.12	2667.73	2771.97
无形资产	785.48	1862.09	1791.06	1742.22	1718.92
其他非流动资产	2487.64	2759.32	2761.67	2850.66	2921.74
<b>资产总计</b>	16966.63	17329.34	22713.48	23452.24	24186.40
<b>流动负债</b>	7957.27	8324.98	8068.30	8142.98	8048.85
短期借款	2375.40	2732.78	2014.38	1543.42	1024.39
应付账款	551.99	654.33	686.75	818.92	969.47
其他流动负债	5029.88	4937.87	5367.17	5780.64	6054.99
<b>非流动负债</b>	452.84	1078.13	949.83	972.11	1009.73
长期借款	0.00	390.00	390.00	390.00	390.00
其他非流动负债	452.84	688.13	559.83	582.11	619.73
<b>负债合计</b>	8410.11	9403.11	9018.12	9115.10	9058.58
少数股东权益	1004.34	938.78	915.92	886.38	850.20
股本	3270.45	3270.82	3433.87	3433.87	3433.87
资本公积	1096.40	892.01	5986.48	5986.48	5986.48
留存收益	3427.60	3488.92	4026.10	4696.99	5523.56
<b>归属母公司股东权益</b>	7552.18	6987.46	12779.44	13450.76	14277.62
<b>负债和股东权益</b>	16966.63	17329.34	22713.48	23452.24	24186.40

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1613.35	1303.63	674.43	1092.36	1138.98
净利润	1048.24	682.37	841.40	1101.23	1371.27
折旧摊销	357.90	473.34	327.34	320.18	313.72
财务费用	110.18	78.66	48.78	3.01	-14.04
投资损失	-76.49	-360.20	-138.79	-153.47	-167.59
营运资金变动	-69.08	-41.99	-397.53	-372.79	-519.95
其他经营现金流	242.60	471.44	-6.77	194.20	155.56
<b>投资活动现金流</b>	-893.91	-1230.06	-227.13	-361.40	-410.70
资本支出	591.86	1029.67	192.18	223.86	246.53
长期投资	493.04	-209.33	172.10	202.00	232.01
其他投资现金流	190.99	-409.72	137.15	64.46	67.84
<b>筹资活动现金流</b>	-2315.49	-587.78	4148.00	-928.42	-1081.68
短期借款	-1860.15	357.38	-718.40	-470.96	-519.03
长期借款	-45.00	390.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	766.55	0.37	163.05	0.00	0.00
资本公积增加	-665.71	-204.40	5094.48	0.00	0.00
其他筹资现金流	-511.18	-1131.13	-391.13	-457.46	-562.65
<b>现金净增加额</b>	-1602.49	-516.35	4595.31	-197.47	-353.41

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	8528.44	8931.80	10756.45	12894.30	15362.28
营业成本	3314.92	3461.20	4154.54	4966.18	5900.61
营业税金及附加	98.98	106.24	123.70	147.00	173.59
营业费用	1540.01	2027.50	2382.55	2840.61	3362.80
管理费用	962.68	1071.51	1248.82	1490.58	1765.13
研发费用	1466.03	1703.65	2108.11	2504.09	2963.69
财务费用	110.18	78.66	48.78	3.01	-14.04
资产减值损失	-47.44	-174.10	-43.39	-40.47	-38.71
公允价值变动收益	52.30	9.03	54.38	57.64	59.72
投资净收益	76.49	360.20	138.79	153.47	167.59
<b>营业利润</b>	1117.44	778.74	896.98	1172.92	1460.49
营业外收入	23.88	5.85	16.58	18.09	19.86
营业外支出	18.29	10.57	13.47	14.36	15.63
<b>利润总额</b>	1123.03	774.02	900.09	1176.65	1464.72
所得税	74.79	91.65	58.69	75.42	93.45
<b>净利润</b>	1048.24	682.37	841.40	1101.23	1371.27
少数股东损益	62.78	-25.39	-22.86	-29.53	-36.18
<b>归属母公司净利润</b>	985.46	707.76	864.26	1130.76	1407.45
EBITDA	1585.52	1330.74	1273.10	1496.11	1760.17
EPS (元)	0.30	0.22	0.25	0.33	0.41

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.22	4.73	20.43	19.88	19.14
营业利润(%)	-20.45	-30.31	15.18	30.76	24.52
归属母公司净利润(%)	-16.70	-28.18	22.11	30.84	24.47
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	61.13	61.25	61.38	61.49	61.59
净利率(%)	11.55	7.92	8.03	8.77	9.16
ROE(%)	13.05	10.13	6.76	8.41	9.86
ROIC(%)	31.30	16.79	18.56	22.08	25.27
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.57	54.26	39.70	38.87	37.45
净负债比率(%)	28.78	33.95	27.19	21.77	16.22
流动比率	1.10	0.92	1.61	1.65	1.72
速动比率	1.05	0.87	1.54	1.57	1.63
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.52	0.54	0.56	0.64
应收账款周转率	4.87	4.74	4.83	4.93	4.93
应付账款周转率	5.77	5.74	6.20	6.60	6.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.21	0.25	0.33	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.38	0.20	0.32	0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.20	2.03	3.72	3.92	4.16
<b>估值比率</b>					
P/E	71.05	98.93	81.01	61.92	49.75
P/B	9.27	10.02	5.48	5.21	4.90
EV/EBITDA	41.29	49.19	51.42	43.75	37.19

## 投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188