

# 用友网络 (600588.SH)

## 云业务持续超50%增长，大型客户拓展顺利

**买入**

### 核心观点

**云+软件如期增长，利润端短期承压。**上半年营收实现35.4亿元，同比增长11.3%，归母净利润亏损2.56亿元，同比下滑218.9%，扣非归母净利润亏损2亿，同比下滑153.3%。其中单二季度收入为22.6亿元，同比增长15%，归母净利润1.4亿元，同比下降40%，扣非归母1.56亿元，同比增长20.8%。从收入端来看，公司软件和云业务合计增长19%，在疫情影响下实属不易，其中软件业务进一步收缩，同比下滑16%，云业务保持良好势头，同比增长52.6%。在利润端来看，毛利率为56.8%，同比下降0.4个百分点，销售、管理、研发、财务费用率分别为24.4%、14.3%、27.4%、0.27%，同比分别下降0.4、下降0.9、增加4、下降1.3个百分点，其中研发投入较大，故费用同比增长较多。总体来看，由于去年同期处置畅捷支付股权获得较高非经常损益而今年没有，同时叠加上半年投入较高，所以利润端短期承压。

**云业务继续高增长，各相关指标持续向好。**公司云业务实现52.6%增长，其中大型、中型、小微、政府及其他公共组织的云收入分别为15.6、2.5、1.8、2.0亿元，同比分别增长47.1%、34.8%、77.3%、36.7%，保持快速增长，其中大型和中型企业市场的核心产品的续费率分别达到99%、82.4%，增长质量较高。22H1存货环比期初增加1亿元，合同负债中的云业务相关的合同负债达到17.6亿元，同比增长41.4%，其中订阅相关的合同负债10.3亿元，同比增长57.5%，总体增长趋势良好。销售商品及提供劳务的现金流入为32.1亿元，若剔除金融业务影响，则22H1现金流入同比增长12.2%。

**大型客户持续突破，云产品持续投入。**22H1研发投入13.2亿元，同比增长38.1%，占营收比例37.2%，公司的BIP平台上半年迭代了20多次，发布了31个全新应用，迭代了3万多个功能与特性，在疫情下依旧加速产品突破。同时，公司紧抓国产化机遇，在大型客户中不端进取，千万以上的项目签约额同比增长61%，成功签约了中国联通等10家央企一级统签项目，国产替代项目累计签约超350家，总体在大型企业客户中进展势头良好。

**风险提示：**公司云业务低于预期；下游客户流失；大型客户开拓不及预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。

预计2022-2024年归母净利润7.65/10.82/14.93亿元，同比增速8.1/41.5/38%；摊薄EPS=0.22/0.31/0.43元，当前股价对应PE=86/60.8/44.1x。公司为国内云计算领军企业，未来成长空间广阔，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,525	8,932	10,455	12,544	14,827
(+/-%)	0.2%	4.8%	17.1%	20.0%	18.2%
净利润(百万元)	989	708	765	1082	1493
(+/-%)	-16.4%	-28.4%	8.1%	41.5%	38.0%
每股收益(元)	0.29	0.21	0.22	0.31	0.43
EBIT Margin	13.5%	6.3%	8.6%	10.0%	11.3%
净资产收益率(ROE)	13.1%	10.1%	11.2%	16.4%	23.8%
市盈率(PE)	66.5	92.9	86.0	60.8	44.1
EV/EBITDA	50.0	73.9	61.6	48.3	38.5
市净率(PB)	8.72	9.41	9.64	9.97	10.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：朱松

021-60875155

zhusong@guosen.com.cn

S0980520070001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.39元
总市值/流通市值	70019/69408百万元
52周最高价/最低价	40.33/16.53元
近3个月日均成交额	629.06百万元

#### 市场走势



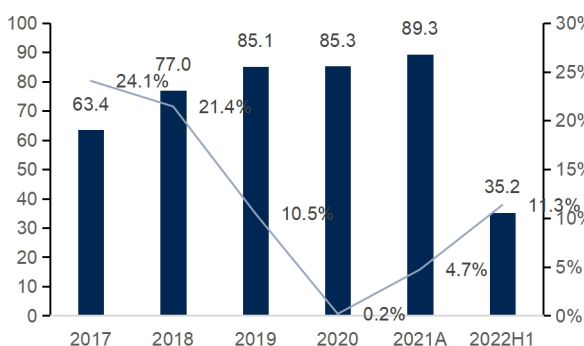
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《用友网络(600588.SH)——季报开局良好，营收结构持续优化》——2022-05-05
- 《用友网络(600588.SH)——收入结构转型加速，市场占领卓有成效》——2022-03-20
- 《用友网络-600588-2021年三季报点评：云转型加速，大型客户市场快速推进》——2021-11-01
- 《用友网络-600588-2021年半年报点评：云业务翻倍增长，收入结构高质量转型》——2021-08-19
- 《用友网络-600588-重大事件快评：剥离友金所聚焦云主业，践行3.0战略不动摇》——2021-07-19

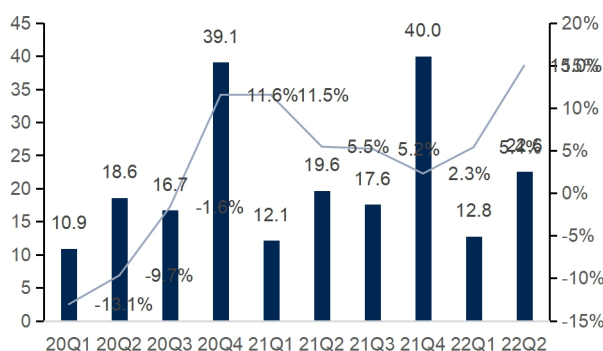
**云+软件如期增长，利润端短期承压。**从收入端来看，公司软件和云业务合计增长19%，在疫情影响下实属不易，其中软件业务进一步收缩，同比下滑16%，云业务保持良好势头，同比增长52.6%。在利润端来看，毛利率为56.8%，同比下降0.4个百分点，销售、管理、研发、财务费用率分别为24.4%、14.3%、27.4%、0.27%，同比分别下降0.4、下降0.9、增加4、下降1.3个百分点，其中研发投入较大，故费用同比增长较多。总体来看，由于去年同期处置畅捷支付股权获得较高非经常损益而今年没有，同时叠加上半年投入较高，所以利润端短期承压。22H1 存货环比期初增加1亿元，合同负债中的云业务相关的合同负债达到17.6亿元，同比增长41.4%，其中订阅相关的合同负债10.3亿元，同比增长57.5%，总体增长趋势良好。公司销售商品及提供劳务的现金流入为32.1亿元，若剔除金融业务现金流入影响，则22H1 现金流入同比增长12.2%。

图1：用友网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



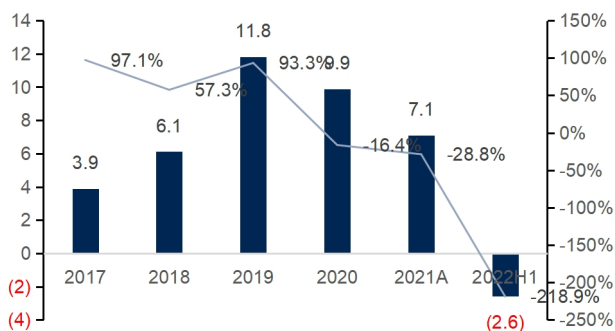
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：用友网络单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



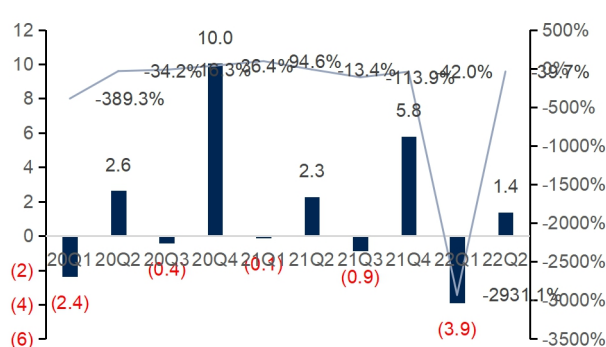
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：用友网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：用友网络单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**预计2022-2024年归母净利润7.65/10.82/14.93亿元，同比增速8.1/41.5/38%；摊薄EPS=0.22/0.31/0.43元，当前股价对应PE=86/60.8/44.1x。公司为国内云计算领军企业，未来成长空间广阔，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600588.SH	用友网络	20.39	700.17	0.21	0.22	0.31	0.43	92.9	86.0	60.8	44.1	10.1%	10.6	买入
300454.SZ	深信服	98.65	409.97	0.66	1.37	2.15	3.14	149.5	72.0	45.9	31.4	3.7%	0.6	买入
002410.SZ	广联达	48.67	579.53	0.56	0.83	1.10	1.41	86.9	58.6	44.2	34.5	11.4%	1.1	无评级
688111.SH	金山办公	170.12	784.63	2.26	2.97	3.99	5.22	75.3	57.3	42.6	32.6	13.5%	2.0	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：深信服、广联达、金山办公为 ifind 一致预期

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5605	4616	7000	7000	7000	营业收入	8525	8932	10455	12544	14827
应收款项	1584	1625	2005	2406	2843	营业成本	3321	3461	3869	4589	5378
存货净额	423	407	457	548	648	营业税金及附加	99	106	120	144	171
其他流动资产	910	753	941	1129	1334	销售费用	1537	2027	2509	2948	3410
<b>流动资产合计</b>	<b>8773</b>	<b>7682</b>	<b>10684</b>	<b>11364</b>	<b>12108</b>	管理费用	959	1072	963	1128	1305
固定资产	2507	2529	1991	1430	845	研发费用	1459	1704	2091	2484	2891
无形资产及其他	785	1862	1788	1713	1639	财务费用	110	79	39	22	(25)
投资性房地产	2413	2703	2703	2703	2703	投资收益	75	360	0	0	0
长期股权投资	2473	2553	2553	2553	2553	资产减值及公允价值变动	100	183	(320)	(350)	(380)
<b>资产总计</b>	<b>16950</b>	<b>17329</b>	<b>19719</b>	<b>19763</b>	<b>19847</b>	其他收入	(1553)	(1951)	(1801)	(2184)	(2581)
短期借款及交易性金融负债	2420	2802	4472	3345	2394	营业利润	1121	779	833	1179	1627
应付款项	549	654	609	853	1009	营业外净收支	6	(5)	0	0	0
其他流动负债	4981	4868	5539	6588	7722	<b>利润总额</b>	<b>1126</b>	<b>774</b>	<b>833</b>	<b>1179</b>	<b>1627</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7950</b>	<b>8325</b>	<b>10621</b>	<b>10786</b>	<b>11125</b>	所得税费用	75	92	96	136	187
长期借款及应付债券	0	390	390	390	390	少数股东损益	63	(25)	(27)	(39)	(53)
其他长期负债	453	688	938	1038	1088	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>989</b>	<b>708</b>	<b>765</b>	<b>1082</b>	<b>1493</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>453</b>	<b>1078</b>	<b>1328</b>	<b>1428</b>	<b>1478</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8403</b>	<b>9403</b>	<b>11949</b>	<b>12214</b>	<b>12603</b>	净利润	989	708	765	1082	1493
少数股东权益	1004	939	945	953	964	资产减值准备	(125)	307	(67)	(77)	(84)
股东权益	7543	6987	6825	6596	6280	折旧摊销	334	456	360	363	364
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16950</b>	<b>17329</b>	<b>19719</b>	<b>19763</b>	<b>19847</b>	公允价值变动损失	(100)	(183)	320	350	380
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	110	79	39	22	(25)
每股收益	0.29	0.21	0.22	0.31	0.43	营运资本变动	662	378	191	636	512
每股红利	0.27	0.25	0.27	0.38	0.53	其它	129	(302)	73	85	95
每股净资产	2.20	2.03	1.99	1.92	1.83	<b>经营活动现金流</b>	<b>1888</b>	<b>1364</b>	<b>1641</b>	<b>2439</b>	<b>2760</b>
ROIC	47%	36%	32%	37%	52%	资本开支	0	(634)	0	0	0
ROE	13%	10%	11%	16%	24%	其它投资现金流	(29)	(31)	0	0	0
毛利率	61%	61%	63%	63%	64%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(720)</b>	<b>(746)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
EBIT Margin	13%	6%	9%	10%	11%	权益性融资	(6)	279	0	0	0
EBITDA Margin	17%	11%	12%	13%	14%	负债净变化	(45)	390	0	0	0
收入增长	0%	5%	17%	20%	18%	支付股利、利息	(929)	(858)	(927)	(1311)	(1809)
净利润增长率	-16%	-28%	8%	41%	38%	其它融资现金流	(757)	(952)	1670	(1128)	(951)
资产负债率	55%	60%	65%	67%	68%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2711)</b>	<b>(1608)</b>	<b>743</b>	<b>(2439)</b>	<b>(2760)</b>
息率	1.4%	1.3%	1.4%	2.0%	2.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(1543)</b>	<b>(989)</b>	<b>2384</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	66.5	92.9	86.0	60.8	44.1	货币资金的期初余额	7147	5605	4616	7000	7000
P/B	8.7	9.4	9.6	10.0	10.5	货币资金的期末余额	5605	4616	7000	7000	7000
EV/EBITDA	50.0	73.9	61.6	48.3	38.5	企业自由现金流	0	695	1349	2105	2355
						权益自由现金流	0	134	2984	959	1426

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032