

2022年三季报点评：云转型成效超预期，央国企市场景气度上升

买入（维持）

2022年10月28日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

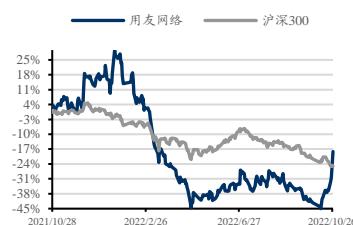
wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 周高鼎

执业证书：S0600121030021

zhougd@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.93
一年最低/最高价	16.28/40.33
市净率(倍)	7.83
流通 A 股市值(百万元)	85,182.65
总市值(百万元)	85,606.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.18
资产负债率(% ,LF)	46.22
总股本(百万股)	3,433.87
流通 A 股(百万股)	3,416.87

相关研究

《用友网络(600588): 2022年中报点评：收入符合预期，事项会计有望成为增收重点》

2022-08-22

《用友网络(600588): 中报预告业绩略超预期，下半年新品值得期待》

2022-07-15

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8,932	10,521	13,117	16,999
同比	5%	18%	25%	30%
归属母公司净利润(百万元)	708	536	890	1,125
同比	-28%	-24%	66%	26%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.21	0.16	0.26	0.33
P/E(现价&最新股本摊薄)	98.93	130.60	78.69	62.23

#进口替代 #业绩符合预期

事件：用友发布2022年三季报，2022年前三季度实现云+软件实现营业收入55.53亿元，同比+19.1%；扣非归母净利润-5.4亿元，符合市场预期。

■ **订阅与合同负债高增，云转型成效超预期：**2022年前三季度云服务业务持续高速增长，实现收入35.46亿元，同比+40%，已经占据营业收入的63.4%；软件业务收入为20.07亿元，同比-6.1%。2022年前三季度，公司合同负债（短期+长期）实现22.6亿元，其中云服务业务相关合同负债实现19.7亿元，同比+50.7%，订阅相关合同负债实现10.8亿元，同比+54.0%，ARR实现18.2亿元，同比+54.3%。用友已经完全实现了云转型，云收入与合同负债高增，同时下游景气度上升，自主可控下，国央企需求迎来高速增长，为公司长期业绩增长做保障。

■ **自主可控趋势下，用友持续突破国央企市场。**“二十大”报告将安全提升到新高度，强调确保重要产业链供应链安全。ERP是信创的重要组成，支撑和运行着企业的核心数据，将直接关系到国家安全。“自主可控”条件下，在限定时间内完成对非自主可控ERP的国产替换已成为重要目标，央国企有望率先进行国产替代，2021年SAP和Oracle合计占中国高端ERP软件市场的53%，替换空间大。用友作为国内龙头ERP厂商，已经完成中国移动、中国银行等各行业国企市场项目签约，在手订单饱满，标杆项目将成为用友在央国企市场持续突破的最佳“入场券”。

■ **高研发投入保障产品力领先，明年有望达到利润拐点。**公司2022前三季度研发投入20.55亿元，同比+31.7%。占营业收入的36.7%。持续加大的研发投入保障产品研发进度，以及进一步的提高了产品的迭代速度，目前BIP3、事项会计等新产品将成为未来公司增收的重点。今年公司仍然计划持续加大对研发的投入，仍会对利润端造成一定影响。公司预计明年所有的人员投入将会趋近于自然增长水平，从盈利能力方面实现公司转型，利润增速有望超过营收增速，到达利润拐点。

■ **盈利预测与投资评级：**信创国产化提升的战略机遇下，国产替代加速，用友作为国内ERP龙头，我们看好用友在国央企市场收入的快速增长，我们维持公司2022-2024年收入为105/131/170亿元，当前市值对应2022-2024年PS分别为8/6/5倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**企业服务产业竞争加剧；新冠疫情带来整体经济下行。

用友网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,682	9,814	13,485	16,379	营业收入	8,932	10,521	13,117	16,999
货币资金及交易性金融资产	4,897	6,857	9,795	11,607	营业成本(含金融类)	3,461	4,030	5,432	7,388
经营性应收款项	1,572	1,734	2,175	2,830	税金及附加	106	125	156	202
存货	407	341	460	625	销售费用	2,027	2,103	2,621	3,397
合同资产	446	261	325	422	管理费用	1,072	1,263	1,508	1,904
其他流动资产	360	621	730	895	研发费用	1,704	2,525	2,623	3,230
非流动资产	9,647	8,834	7,942	6,949	财务费用	79	50	68	72
长期股权投资	2,553	2,553	2,553	2,553	加:其他收益	288	339	422	547
固定资产及使用权资产	2,608	2,164	1,641	1,017	投资净收益	360	95	118	153
在建工程	56	56	56	56	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	1,862	1,743	1,625	1,506	减值损失	-355	-250	-250	-250
商誉	1,311	1,061	811	561	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	营业利润	779	609	998	1,256
其他非流动资产	1,233	1,233	1,233	1,233	营业外净收支	-5	0	0	0
资产总计	17,329	18,647	21,428	23,328	利润总额	779	609	998	1,256
流动负债	8,325	8,920	10,791	11,556	减:所得税	92	50	89	121
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,802	2,520	2,304	2,413	净利润	682	560	909	1,135
经营性应付款项	673	771	992	1,431	减:少数股东损益	-25	24	20	10
合同负债	2,058	2,418	3,259	4,433	归属母公司净利润	708	536	890	1,125
其他流动负债	2,792	3,211	4,236	3,279					
非流动负债	1,078	1,078	1,078	1,078	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.16	0.26	0.33
长期借款	390	390	390	390	EBIT	666	636	1,046	1,318
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,211	1,389	1,878	2,266
租赁负债	77	77	77	77					
其他非流动负债	611	611	611	611					
负债合计	9,403	9,998	11,869	12,634	毛利率(%)	61.25	61.70	58.59	56.54
归属母公司股东权益	6,987	7,687	8,576	9,702	归母净利率(%)	7.92	5.10	6.78	6.62
少数股东权益	939	963	982	992					
所有者权益合计	7,926	8,649	9,559	10,694	收入增长率(%)	4.73	17.80	24.67	29.60
负债和股东权益	17,329	18,647	21,428	23,328	归母净利润增长率(%)	-28.18	-24.25	65.96	26.45

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,304	2,175	3,226	1,755	每股净资产(元)	2.14	2.24	2.50	2.83
投资活动现金流	-1,230	-126	-471	-212	最新发行在外股份 (百万股)	3,434	3,434	3,434	3,434
筹资活动现金流	-588	-120	-216	109	ROIC(%)	5.30	5.12	7.96	9.20
现金净增加额	-516	1,930	2,539	1,652	ROE-摊薄(%)	10.13	6.97	10.37	11.60
折旧和摊销	545	754	832	948	资产负债率(%)	54.26	53.62	55.39	54.16
资本开支	-1,000	-190	-190	-205	P/E (现价&最新股本摊薄)	98.93	130.60	78.69	62.23
营运资本变动	-42	547	438	696	P/B (现价)	9.54	9.11	8.16	7.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>