

分析师：唐月  
 登记编码：S0730512030001  
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

## 增收控费，2024 有望扭亏为盈

——用友网络(600588)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2024-04-02)

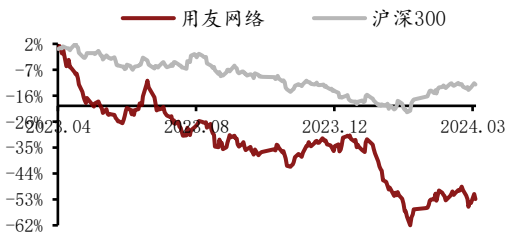
收盘价(元)	12.32
一年内最高/最低(元)	26.38/9.92
沪深 300 指数	3,580.68
市净率(倍)	4.15
流通市值(亿元)	420.97

发布日期：2024 年 04 月 03 日

#### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	2.97
每股经营现金流(元)	-0.03
毛利率(%)	50.73
净资产收益率_摊薄(%)	-9.53
资产负债率(%)	53.75
总股本/流通股(万股)	341,852.14/341,699.7
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

#### 相关报告

《用友网络(600588)公司点评报告：强投入告一段落，2023 值得期待》 2023-01-31

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

#### 投资要点：

- 公司发布年报：2023 年公司收入 97.96 亿元，同比增长 5.77%；归母净利润-9.67 万元，同比下滑 541.28%；扣非净利润-11.04 亿元，同比下滑 854.00%。

- 2023 年公司在上市以后首次亏损，且亏损金额较大，究其原因主要包括：

- (1) 人员成本增长：2023 年平均人数较 2022 年增长 1896 人；
- (2) 2023 年上半年的组织模式升级（公司史上最大的业务组织模式升级，大型企业客户业务由原来以地区为主的组织模式，升级为以行业为主的组织模式），暂时拖累了大型企业业务的增长；
- (3) 新的组织模式下，发生的差旅和市场费用增多；
- (4) 在推进客户项目实施和客户化开发外包，导致外包成本的增加。

- 分客户来看，中型、小微企业表现最好，政府、大型企业表现较弱：

- (1) 大型企业：收入 65.19 亿，占比 67.3%居于绝对的主力，组织结构调整导致全年收入仅增长 4%，云化比例 72.6%，较上年提升 2.3 PCT；
- (2) 政府与其他公共组织：收入 9.82 亿元，连续两年下滑（下降 12.5%），受行业需求负面影响较大，但是业务云化比例达到 76.5%，较上年大幅提升 11.6 PCT；
- (3) 中型企业：收入 13.86 亿元，同比增长 21.4%，增长最快；
- (4) 小微企业：收入 8.06 亿元，增速 17.7%，较上年增长 2.7 PCT，呈现加速趋势，同时云化比例增长 4.7 PCT 到 92.3%。

- 签约金额的季节性和结构来看，2024 年增速有较强的改善预期。

- (1) 公司合同签订金额增速为 1-5 月下滑 5.6%，6 月增长 20%，Q3 增长 22.3%，下半年增长超 26%（全年增速 17.6%）。这意味着从订单获取角度来看，6 月及以后公司的合同签订金额已经呈现出了恢复的趋势，将对 2024 年业绩增速恢复提供支撑。
- (2) 大型企业的大型企业客户业务的合同签订金额下半年同比增长超 30%，公司全年千万级项目签约金额增长达到 71.1%，都是明显好于公司整体水平的。考虑到大项目签约更加集中在下半年，同时大项目实施周期更长，这部分项目收入的确认将给大型企业业务后续带来强支撑。

- **人员增长：**2022年、2023年，公司人员增速分别为21%和-2%，分别是2015年以来人员增速的最高值和最低值。由于2022年人员扩张带来费用压力滞后体现在了2023年，对2023年形成了较大的业绩压力。从2023年逐季人员变动情况来看，公司4个季度人员分别增长了313人、99人、-564人和-282人，**总体呈现了人员缩减的趋势，对2024年业绩改善（特别是2024年上半年）将发挥积极的作用。**
- **同行对比来看，**2023年同行8家公司中，亏损企业从3家增长到4家。公司出现了大额的亏损，但是公司从事小微企业业务的子公司畅捷通扭亏为盈。行业头部的金蝶、用友仍然保持了稳定的收入增速，但是都面临亏损困境，2024年将成为其扭亏的关键时间点。
- **在云业务指标方面，2023整体表现较弱，后续有待加强。**2023年公司云服务业务收入70.91亿元，同比增长11.6%，较上年下降了7.8 PCT，连续两年低于金蝶云业务增速（2023年增长21%）。分客户来看，政府和大型企业客户的云服务业务对整体增速形成了拖累，分别增长了3.1%和7.7%，2024年有望改善，而中型企业和小微企业云服务业务分别增长了36.9%和24%，表现出了较好的活力。在ARR方面，2023年为23.5亿元，同比增长15%，不及金蝶28.6亿规模，后续有待加强。
- **从合同负债来看，2024年公司云服务业务指标有望改善。**2023年公司软件相关合同负债大幅下滑了35%至3.5亿元，总体规模逐步缩小，而云服务合同负债增幅28%至24.6亿元，较2022年提升了6 PCT，对于2024年云业务将起到积极的改善作用。
- **在AI方面，公司在7月发布了业界首个企业服务大模型YonGPT，成为了BIP的重要组成部分，**已与YonBIP企业绩效、管理会计、全球司库、商旅费控、税务服务、数智员工等产品深度融合。在AI领域，公司定位于应用厂商，YonGPT在底层适配主流的通用大语言模型，叠加公司在财税、人力、供应链的知识储备进行了预训练，形成企业服务大模型。公司十大领域都已经把API丰富出来，为交互式的API调用提供基础。同时在财务、人力等方向上，AI的应用也拓展了知识生产能力，在用友内部也得到了智能报价、生态开发等方向的应用。
- **继2022年8月发布BIP3以后，2023年公司陆续突破了一批千万级以上的大型企业客户项目，**核心产品YonBIP产品全年实现签约金额36.1亿元，YonSuite客户数量和营业收入增速都超过100%，将成为后续业务增长提供持续的动能。
- **维持对公司“增持”的投资评级。**为了把握长期发展机遇，公司近年来进行了较大的人员投入，同时在2023年进行了组织结构调整，导致了业绩亏损。但是从订单和收入恢复的情况来看，2024年公司有望加速增长，同时人员扩张也告一段落，有望实现扭亏为盈。预计24-26年公司EPS分别为0.03元、0.16元、0.26元，按4月2日收盘价12.32元计算，对应PE为369.98倍、

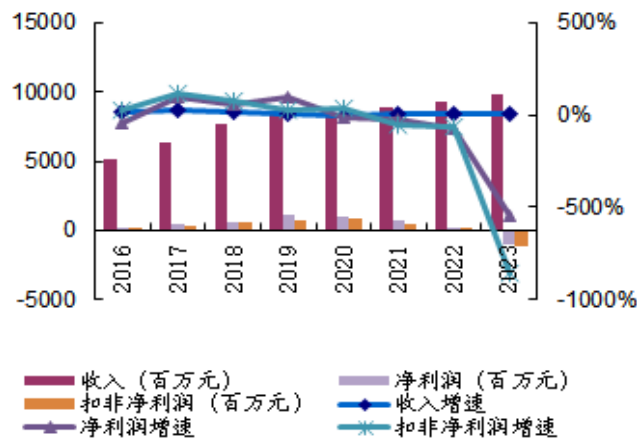
74.70 倍、47.27 倍。

风险提示：； AI 技术发展对竞争格局的影响；新竞争对手的入局。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	9,262	9,796	11,816	13,625	15,552
增长率 (%)	3.69	5.77	20.62	15.31	14.14
净利润 (百万元)	219	-967	114	564	891
增长率 (%)	-69.03	-541.28	111.77	395.28	58.02
每股收益(元)	0.06	-0.28	0.03	0.16	0.26
市盈率(倍)	192.16	—	369.98	74.70	47.27

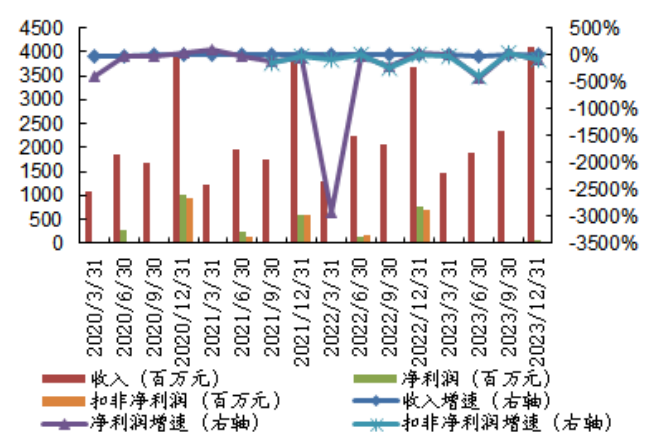
资料来源：中原证券，聚源，携宁

图 1：2016-2023 年公司收入、净利润及其增速



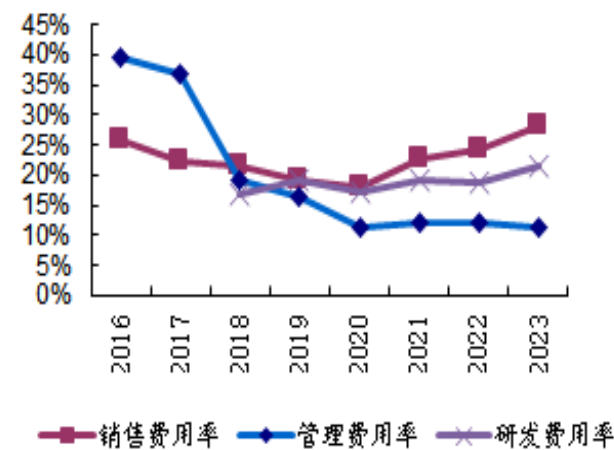
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：2020Q1-2023Q4 公司收入、净利润及其增速



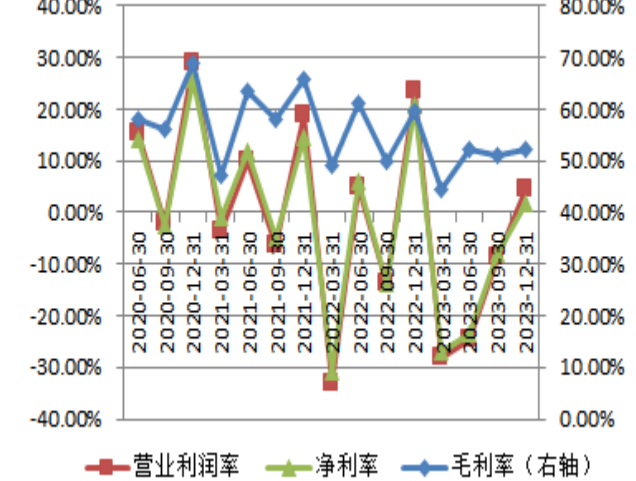
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：2016-2023 年公司三大费用率



资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2020Q2-2023Q4 公司盈利指标



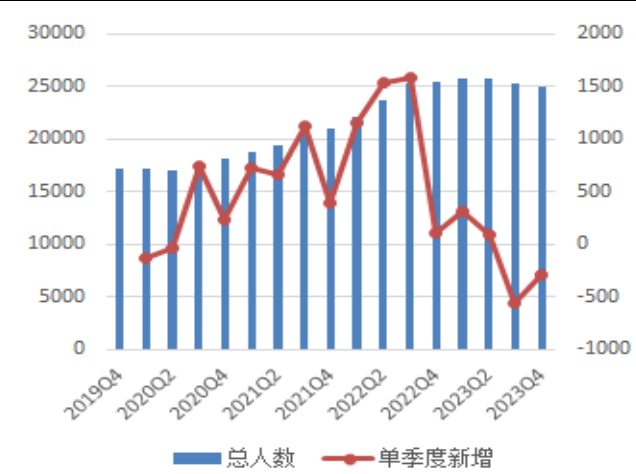
资料来源：公司公告，中原证券

图 5：2014-2023 年公司员工数量 (人)



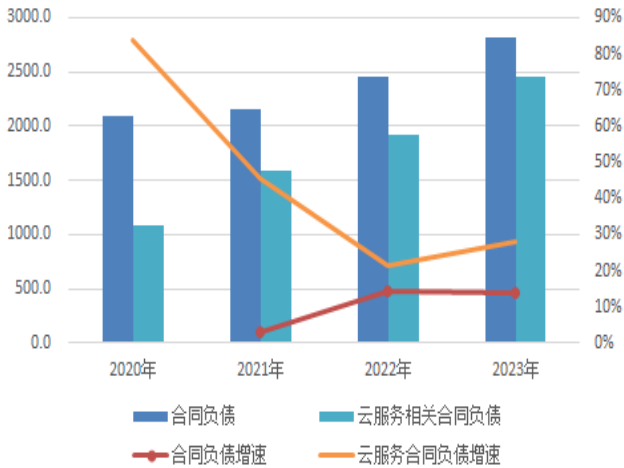
资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2019Q4-2023Q4 公司单季度员工人数增加情况



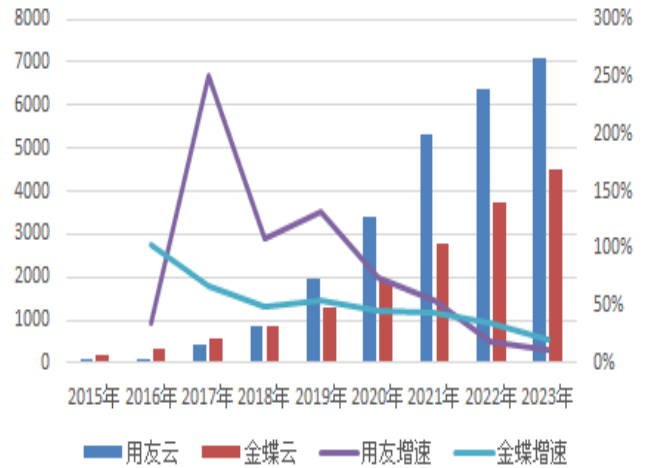
资料来源：公司公告，中原证券

图 7：2020-2023 年公司合同负债（百万元）



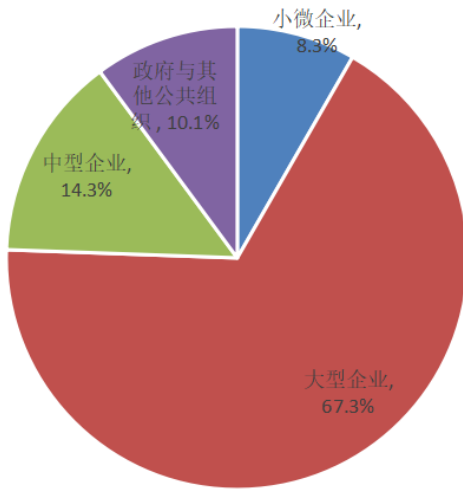
资料来源：公司公告，中原证券

图 8：2015-2023 公司及金蝶云业务收入及增速



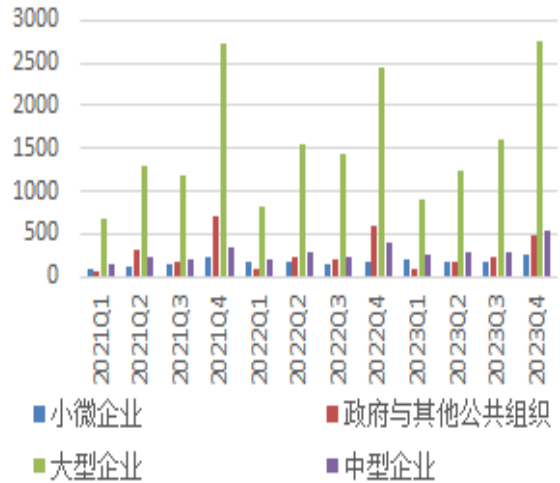
资料来源：公司公告，金蝶国际公告，中原证券

图 9：2023 年公司客户结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 10：2021Q1-2023Q4 公司分业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

表 1：ERP 企业 2023 年业绩增速对比（亿元）

公司	收入	增速	归母净利润	增速	扣非归母净利润	增速	2022 扣非净利润	2023 人员增速	研发投入增长
远光软件	23.9	12%	3.4	7%	3.3	6.7%	3.1	-1%	27%
赛意信息	24-26	5%-15%	2.6-3	4%-20%	2.3-2.7	0.6%-18%	2.2		
鼎捷软件							1.2		
畅捷通*	8.0	17%	0.16	107%	0.16	107%	-2.2	-8%	12%
汉得信息			亏 0.16-0.31		亏 0.70-0.85		0.83		
金蝶国际*	57.8	17%	-2.1	46%	-3.2	48%	-6.2		11%
明源云*	16.6	-10%	-5.9	49%	-6.0	47%	-11.4		-21%
用友网络	98.0	6%	-9.7	-541%	-11.0	-854%	1.5	-2%	10%

资料来源：上市公司公告，中原证券（\*港股数据取自 Wind 标准化以后报表）

图 11: YonGPT 企业服务大模型整体架构图



资料来源：公司公告，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,387</b>	<b>12,922</b>	<b>13,362</b>	<b>14,185</b>	<b>15,473</b>
现金	8,304	8,045	8,293	7,997	8,736
应收票据及应收账款	2,252	2,660	2,662	3,361	3,854
其他应收款	230	204	262	308	340
预付账款	151	195	221	256	299
存货	531	552	694	806	613
其他流动资产	918	1,266	1,230	1,458	1,630
<b>非流动资产</b>	<b>11,168</b>	<b>12,599</b>	<b>14,087</b>	<b>15,490</b>	<b>16,893</b>
长期投资	2,735	2,833	2,954	3,088	3,206
固定资产	2,376	2,286	2,233	2,151	2,074
无形资产	2,838	3,872	4,901	5,914	6,940
其他非流动资产	3,219	3,608	3,999	4,337	4,673
<b>资产总计</b>	<b>23,555</b>	<b>25,521</b>	<b>27,449</b>	<b>29,675</b>	<b>32,365</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,574</b>	<b>11,122</b>	<b>12,904</b>	<b>14,556</b>	<b>16,426</b>
短期借款	3,355	3,803	4,279	4,794	5,274
应付票据及应付账款	832	1,007	1,153	1,352	1,561
其他流动负债	5,387	6,313	7,472	8,410	9,591
<b>非流动负债</b>	<b>1,463</b>	<b>2,596</b>	<b>2,708</b>	<b>2,809</b>	<b>2,916</b>
长期借款	826	1,910	1,910	1,910	1,910
其他非流动负债	637	685	798	898	1,006
<b>负债合计</b>	<b>11,037</b>	<b>13,718</b>	<b>15,612</b>	<b>17,365</b>	<b>19,342</b>
少数股东权益	1,057	1,651	1,680	1,711	1,750
股本	3,434	3,419	3,419	3,419	3,419
资本公积	5,852	5,290	5,290	5,290	5,290
留存收益	3,369	2,198	2,305	2,746	3,421
归属母公司股东权益	11,461	10,152	10,157	10,599	11,273
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,555</b>	<b>25,521</b>	<b>27,449</b>	<b>29,675</b>	<b>32,365</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>286</b>	<b>-91</b>	<b>1,996</b>	<b>1,400</b>	<b>2,601</b>
净利润	225	-933	143	595	930
折旧摊销	664	936	622	670	697
财务费用	29	105	202	227	252
投资损失	-110	-74	-72	-83	-95
营运资金变动	-695	-332	1,113	18	842
其他经营现金流	173	207	-12	-27	-25
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,853</b>	<b>-542</b>	<b>-2,026</b>	<b>-1,963</b>	<b>-1,981</b>
资本支出	-1,554	-1,788	-1,977	-1,912	-1,958
长期投资	-2,404	1,055	-121	-134	-118
其他投资现金流	104	191	72	83	95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,928</b>	<b>2,089</b>	<b>277</b>	<b>267</b>	<b>119</b>
短期借款	622	448	476	515	480
长期借款	436	1,084	0	0	0
普通股增加	163	-15	0	0	0
资本公积增加	4,960	-562	0	0	0
其他筹资现金流	-1,253	1,133	-199	-248	-361
<b>现金净增加额</b>	<b>1,375</b>	<b>1,459</b>	<b>247</b>	<b>-296</b>	<b>739</b>

资料来源：中原证券，聚源，携宁

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9,262</b>	<b>9,796</b>	<b>11,816</b>	<b>13,625</b>	<b>15,552</b>
营业成本	4,041	4,826	5,733	6,590	7,614
营业税金及附加	106	108	135	154	175
营业费用	2,235	2,743	2,907	3,120	3,354
管理费用	1,117	1,108	1,130	1,176	1,246
研发费用	1,754	2,106	2,229	2,498	2,740
财务费用	-12	68	41	61	92
资产减值损失	-65	-70	1	1	1
其他收益	306	398	436	528	588
公允价值变动收益	34	-8	0	0	0
投资净收益	110	74	72	83	95
资产处置收益	1	35	22	37	35
<b>营业利润</b>	<b>251</b>	<b>-900</b>	<b>169</b>	<b>674</b>	<b>1,049</b>
营业外收入	4	2	3	3	4
营业外支出	9	12	13	14	15
<b>利润总额</b>	<b>247</b>	<b>-910</b>	<b>159</b>	<b>664</b>	<b>1,038</b>
所得税	22	23	17	69	108
<b>净利润</b>	<b>225</b>	<b>-933</b>	<b>143</b>	<b>595</b>	<b>930</b>
少数股东损益	6	34	29	31	39
<b>归属母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>-967</b>	<b>114</b>	<b>564</b>	<b>891</b>
EBITDA	817	64	822	1,395	1,827
EPS (元)	0.06	-0.28	0.03	0.16	0.26

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	3.69	5.77	20.62	15.31	14.14
营业利润 (%)	-67.75	-458.39	118.81	298.27	55.57
归属母公司净利润 (%)	-69.03	-541.28	111.77	395.28	58.02
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	56.37	50.73	51.48	51.63	51.04
净利率 (%)	2.37	-9.87	0.96	4.14	5.73
ROE (%)	1.91	-9.53	1.12	5.32	7.90
ROIC (%)	0.82	-4.97	0.97	3.33	4.89
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.86	53.75	56.88	58.52	59.76
净负债比率 (%)	88.17	116.22	131.89	141.07	148.52
流动比率	1.29	1.16	1.04	0.97	0.94
速动比率	1.13	1.00	0.89	0.82	0.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.40	0.45	0.48	0.50
应收账款周转率	5.44	4.22	4.73	4.83	4.59
应付账款周转率	5.44	5.25	5.31	5.26	5.23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	-0.28	0.03	0.16	0.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	-0.03	0.58	0.41	0.76
每股净资产 (最新摊薄)	3.35	2.97	2.97	3.10	3.30
<b>估值比率</b>					
P/E	192.16	—	369.98	74.70	47.27
P/B	3.67	4.15	4.15	3.97	3.74
EV/EBITDA	96.89	921.62	49.25	29.63	22.48

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。