

组织模式升级完成，业务重回增长轨道

买入|维持

——用友网络(600588.SH)2023年年度报告点评

事件：

公司于2024年3月29日收盘后发布《2023年年度报告》。

点评：

● 坚定推进业务组织模式升级，公司业绩短期承压

2023年，公司实现营业收入97.96亿元，同比增长5.8%；实现归母净利润-9.67亿元；实现扣非归母净利润-11.04亿元。2023年，公司启动了公司历史上最大的一次业务组织模式升级，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，中型企业客户业务继续按照区域但全国统一、垂直组织开展。到年末，业务组织模式升级已经完成，对公司业务与业绩的阶段性影响已经度过，公司业务逐渐步入良好增长轨道。

● 发布企业服务大模型YonGPT，赋能行业领先客户

2023年，公司面向大型、中型和小微企业的企业客户业务实现收入87.11亿元，同比增长7.8%，其中，云服务业务实现收入63.40亿元，同比增长12.7%。大型企业客户业务实现收入65.19亿元，同比增长4.3%，其中，云服务业务实现收入47.31亿元，同比增长7.7%。公司发布的企业服务大模型YonGPT，能够底层适配主流的通用语言大模型，通过提供通用能力服务、领域服务及行业服务，实现业务运营、人机交互、知识生成及应用生成四个方面的企业智能化，覆盖财务、人力、营销、研发、采购、制造、供应链、项目、资产营运、协同等多个企业生产经营与运营管理领域，是具有多领域综合智慧的企业服务大模型，也是更懂企业服务的大模型。中国中化、徐工集团、中国矿产、远东数智等世界500强和行业领先企业选择使用YonGPT，实现更强数智化发展。

● 开启全球化2.0战略，海外版图持续拓展

2023年，公司启动全球化2.0战略，在继续深化港澳台与东南亚地区业务发展的同时，启动拓展欧洲、北美、中东和日本市场。公司海外布局进一步完善，覆盖越来越多海外地区中企出海客户及海外本地客户，包括中国香港、电建国际、中土集团、中冶国际、中棉集团等众多央企，以及同仁堂、威海国际等地方知名企业，SK珠宝、Kepple、CHS、MCC、Raffles Institution、Elken、INTI、Evergreen、HRC等海外本土企业，都选择友友的产品与服务推进企业全球化发展、信息化建设和数智化转型升级。

● 盈利预测与投资建议

作为全球领先的企业云服务与软件提供商，公司一直专注于信息技术在企业与公共组织应用与服务领域，未来持续成长空间广阔。预测公司2024-2026年的营业收入为109.15、120.16、130.31亿元，归母净利润为1.34、3.92、6.56亿元，EPS为0.04、0.11、0.19元/股，对应的PE为299.10、102.15、61.00倍。考虑到行业的成长空间和公司业务的持续成长性，维持“买入”评级。

● 风险提示

云转型推进不及预期的风险；新产品研发及推广进度低于预期的风险；人才流失的风险；更多厂商进入企业云服务市场，行业竞争加剧的风险；公司大力度的业务组织升级，会产生组织阵型转化期，带来一定的组织风险。

当前价：11.71元

基本数据

52周最高/最低价(元)：26.19/9.92

A股流通股(百万股)：3417.00

A股总股本(百万股)：3418.52

流通市值(百万元)：40013.04

总市值(百万元)：40030.89

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)2023年半年度报告点评：推进组织模式升级，合同签约势头良好》
2023.08.21

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)2022年年度报告点评：营收实现稳健增长，积极加大战略投入》
2023.04.07

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 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9261.74	9796.07	10914.90	12015.79	13030.94
收入同比(%)	3.69	5.77	11.42	10.09	8.45
归母净利润（百万元）	219.17	-967.17	133.84	391.88	656.20
归母净利润同比(%)	-69.03	-541.28	113.84	192.80	67.45
ROE(%)	1.91	-9.53	1.30	3.70	5.94
每股收益（元）	0.06	-0.28	0.04	0.11	0.19
市盈率(P/E)	182.65	-41.39	299.10	102.15	61.00

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12386.68	12922.36	12557.49	12963.53	13045.46
现金	8303.68	8045.45	7612.03	7871.03	7824.14
应收账款	2125.61	2515.17	2571.67	2608.27	2644.16
其他应收款	230.37	204.46	225.94	246.32	264.53
预付账款	151.33	195.01	201.92	210.18	215.72
存货	530.84	551.58	577.21	616.76	652.79
其他流动资产	1044.86	1410.70	1368.72	1410.97	1444.12
非流动资产	11168.42	12598.68	12621.92	12644.36	12751.68
长期投资	2735.27	2832.90	2883.28	2938.76	3003.27
固定资产	2376.24	2286.05	2373.04	2389.53	2399.61
无形资产	2838.34	3872.13	3901.10	3912.26	3948.96
其他非流动资产	3218.57	3607.60	3464.50	3403.81	3399.84
资产总计	23555.10	25521.04	25179.41	25607.90	25797.14
流动负债	9573.93	11122.05	10658.59	10605.04	10150.84
短期借款	3355.00	3803.00	3514.38	3243.42	2824.39
应付账款	831.82	1006.52	1042.07	1075.16	1097.95
其他流动负债	5387.11	6312.53	6102.14	6286.46	6228.50
非流动负债	1463.15	2595.63	2587.23	2739.65	2913.66
长期借款	826.00	1910.40	2035.61	2169.93	2316.46
其他非流动负债	637.15	685.23	551.62	569.72	597.20
负债合计	11037.08	13717.68	13245.82	13344.70	13064.50
少数股东权益	1056.95	1650.96	1654.10	1663.05	1677.59
股本	3433.63	3418.52	3418.52	3418.52	3418.52
资本公积	5851.84	5289.99	5289.99	5289.99	5289.99
留存收益	3368.86	2198.12	2331.96	2652.62	3107.51
归属母公司股东权益	11461.07	10152.40	10279.49	10600.15	11055.04
负债和股东权益	23555.10	25521.04	25179.41	25607.90	25797.14

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	285.96	-90.50	500.10	1124.38	1246.75
净利润	224.80	-933.24	136.97	400.83	670.74
折旧摊销	579.15	854.58	622.69	713.38	802.42
财务费用	-12.06	67.97	49.59	48.13	41.28
投资损失	-109.88	-74.43	-78.79	-83.47	-87.59
营运资金变动	-761.60	-373.76	-276.16	-101.41	-228.01
其他经营现金流	365.56	368.39	45.79	146.92	47.91
投资活动现金流	-3853.09	-542.47	-534.52	-622.80	-791.84
资本支出	1556.70	1796.90	42.18	63.86	106.53
长期投资	2130.17	-1218.98	55.07	72.00	92.01
其他投资现金流	-166.22	35.45	-437.26	-486.94	-593.30
筹资活动现金流	4928.10	2088.77	-399.00	-242.58	-501.80
短期借款	622.22	448.00	-288.62	-270.96	-419.03
长期借款	436.00	1084.40	125.21	134.32	146.53
普通股增加	162.81	-15.11	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4959.83	-561.85	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1252.77	1133.34	-235.59	-105.94	-229.30
现金净增加额	1374.63	1458.70	-433.42	259.00	-46.89

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9261.74	9796.07	10914.90	12015.79	13030.94
营业成本	4040.54	4826.43	5151.09	5516.48	5861.98
营业税金及附加	106.19	107.88	117.88	127.37	135.52
营业费用	2235.44	2742.89	2690.52	2803.28	2891.56
管理费用	1117.48	1108.30	1125.33	1203.98	1292.67
研发费用	1754.07	2106.47	2048.11	2154.09	2243.69
财务费用	-12.06	67.97	49.59	48.13	41.28
资产减值损失	-64.82	-69.96	-43.39	-40.47	-38.71
公允价值变动收益	33.89	-8.38	24.38	25.64	26.72
投资净收益	109.88	74.43	78.79	83.47	87.59
营业利润	251.16	-900.14	149.42	430.55	718.22
营业外收入	4.16	2.29	6.58	8.09	9.86
营业外支出	8.51	12.16	9.47	10.36	11.63
利润总额	246.81	-910.00	146.53	428.28	716.45
所得税	22.01	23.24	9.55	27.45	45.71
净利润	224.80	-933.24	136.97	400.83	670.74
少数股东损益	5.63	33.93	3.14	8.95	14.54
归属母公司净利润	219.17	-967.17	133.84	391.88	656.20
EBITDA	818.24	22.41	821.70	1192.06	1561.91
EPS (元)	0.06	-0.28	0.04	0.11	0.19

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	3.69	5.77	11.42	10.09	8.45
营业利润(%)	-67.75	-458.39	116.60	188.16	66.81
归属母公司净利润(%)	-69.03	-541.28	113.84	192.80	67.45
获利能力					
毛利率(%)	56.37	50.73	52.81	54.09	55.01
净利率(%)	2.37	-9.87	1.23	3.26	5.04
ROE(%)	1.91	-9.53	1.30	3.70	5.94
ROIC(%)	3.25	-11.06	2.35	5.65	8.74
偿债能力					
资产负债率(%)	46.86	53.75	52.61	52.11	50.64
净负债比率(%)	40.20	44.84	43.85	42.60	41.53
流动比率	1.29	1.16	1.18	1.22	1.29
速动比率	1.24	1.11	1.12	1.16	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.40	0.43	0.47	0.51
应收账款周转率	3.61	2.94	2.99	3.24	3.47
应付账款周转率	5.44	5.25	5.03	5.21	5.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	-0.28	0.04	0.11	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.03	0.15	0.33	0.36
每股净资产(最新摊薄)	3.35	2.97	3.01	3.10	3.23
估值比率					
P/E	182.65	-41.39	299.10	102.15	61.00
P/B	3.49	3.94	3.89	3.78	3.62
EV/EBITDA	43.16	1575.90	42.98	29.63	22.61

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, 本报告清晰准确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”)在中国华人民共和国内地(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连带损失承担任何责任。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

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