

2024年05月05日
用友网络(600588.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

云软件服务

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

13.17元

股价(2024-04-30)

11.64元

交易数据

总市值(百万元)

39,791.59

流通市值(百万元)

39,773.85

总股本(百万股)

3,418.52

流通股本(百万股)

3,417.00

12个月价格区间

9.92/23.13元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	-13.3	-35.6
绝对收益	-2.6	-2.3	-46.1

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

BIP 3 发布, 央企客户持续突破 2023-03-29

突破

发布 2022 年中报, 强产品和 2022-08-21

占市场齐头并进

组织模式升级完成, 期待业务回暖

事件概述

公司近期发布 2023 年年报和 2024 年一季报预告, 2023 年实现营业收入 97.96 亿元, 同比增长 5.77%, 实现归母净利润-9.67 亿元, 同比下降 541.28%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 17.49 亿元, 同比增长 18.61%, 实现归母净利润-4.53 亿元, 同比下降 14.17%。2023 年公司启动了规模较大的业务组织模式升级, 部分影响了收入和利润情况。我们认为伴随组织调整结束, 预期 2024 年业务端有望复苏, 24Q1 的收入增长也部分印证了业务趋势。

组织模式升级短期影响业务, 2024 年有望复苏

收入端来看, 根据年报披露, 2023 年公司启动了业务组织模式升级, 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。公司此次以行业化为重点的业务组织模式升级, 虽然对公司业绩有阶段性影响, 但符合客户要求, 也是全球大型企业软件与服务业务更高效和主流的组织模式, 为公司长期的客户经营与业务发展建立了更具客户价值、更有利于增长和更可持续的业务组织体系。目前公司的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, 公司业务有望逐渐步入良好增长轨道。2024Q1, 公司实现营业收入同比增长 18.61%, 一定程度反映了公司的业务复苏。

从业务拆分来看, 2023 年公司云服务业务实现收入 70.91 亿元, 同比增长 11.6%。公司的中型与小微企业客户业务收入分别实现同比增长 21.4%与 17.7%, 保持良好发展与增长态势。占公司收入比重最大的大型企业客户业务受业务组织模式升级的阶段性影响较大, 全年收入实现同比增长 4.3%, 对公司整体收入增速影响较大。2023 年公司合同签约金额同比增长 17.6%, 千万级以上项目签约金额实现同比增长 71.1%。2024Q1, 公司合同负债为 27.7 亿元, 同比增长 14.1%, 其中, 云业务相关合同负债为 24.6 亿元, 同比增长 26.9%, 订阅相关合同负债为 18.2 亿元, 同比增长 32.4%, 占总合同负债比例达 65.6%, 公司的高质量收入结构得到了进一步提升。

大型客户持续签约, 布局 AI 提升产品能力

大型企业客户是公司占比最高、面临国产替代需求最强的支柱性客群。根据公司年报和一季报披露, 2023 年公司持续加速大型企业客户的拓展, 截至 2023 年 12 月 31 日, 一级央企新增签约 10 家, 累计签约 37 家, 陆续突破了一批千万级以上的大型企业客户项目, 千万级以上的项目合同数量、合同金额实现高速增长。2024Q1, 公司优化完善了行业客户与解决方案事业部的组织和资源部署方式, 加强了区

域市场覆盖,进一步提升了行业客户事业部和区域客户经营机构的组织能力。公司面向大型企业客户市场的产品与解决方案立足行业客户需求,持续创新发展,截至2024年3月31日,积累了近百个细分行业数智化创新领先实践,发布了上百个行业解决方案。2024Q1,公司签约了中国中信集团,一级央企累计签约38家。

AI 产品方面,根据公司年报披露,2023年7月,用友发布“业界首个企业服务大模型——YonGPT”,YonGPT是用友基于数字和智能技术服务企业和公共组织数智化的最新研发成果,基于大模型的人工智能在企业服务领域的应用主要集中在4个方向上:智能化的业务运营、自然化的人机交互、智慧化的知识生成、语义化的应用生成。用友企业服务大模型YonGPT围绕这四个方向推进模型训练和产品效果优化,是更懂企业服务的大模型。YonGPT已经创新研发了包括企业经营洞察、智能订单生成、供应商风控、动态库存优化、智能人才发现、智能招聘、智能预算分析、智能商旅费控等在内的基于企业服务大模型赋能的智能应用。同时,YonGPT面向复杂的行业应用场景,还可以通过对行业模型精调,提供更加“在行”的智能化场景服务。

目 投资建议:

用友作为国内企业级服务市场的龙头公司,有望受益于当前国央企的数智化转型需求,依托BIP战略级产品,实现向平台型、生态型企业转型的目标。我们预计公司2024/25/26年实现营业收入112.57/128.25/143.93亿元,实现归母净利润0.62/3.58/5.13亿元。维持买入-A的投资评级,考虑到公司还在转型期,采用PS进行估值,给予6个月目标价为13.17元,相当于2024年的4倍动态市销率。

目 风险提示:大型企业需求不及预期;技术研发不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	9,261.7	9,796.1	11,256.6	12,825.3	14,392.6
净利润	219.2	-967.2	61.9	358.4	513.3
每股收益(元)	0.06	-0.28	0.02	0.10	0.15
每股净资产(元)	3.65	3.45	3.62	3.72	3.80

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	378.66	-62.88	642.84	111.03	77.53
市净率(倍)	7.24	5.99	3.70	3.60	3.50
净利润率	2.4%	-9.9%	0.5%	2.8%	3.6%
净资产收益率	2.4%	-8.9%	0.6%	3.3%	4.6%
股息收益率	0.8%	0.5%	-1.3%	0.1%	0.5%
ROIC	1.3%	-4.8%	1.3%	2.8%	3.5%

数据来源:Wind资讯,国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,261.7	9,796.1	11,256.6	12,825.3	14,392.6	成长性					
减:营业成本	4,040.5	4,826.4	4,983.2	5,549.4	6,155.6	营业收入增长率	3.7%	5.8%	14.9%	13.9%	12.2%
营业税费	106.2	107.9	124.0	141.2	158.5	营业利润增长率	-67.7%	-458.4%	-106.5%	479.0%	43.2%
销售费用	2,235.4	2,742.9	2,814.1	3,078.1	3,382.3	净利润增长率	-69.0%	-541.3%	-106.4%	479.0%	43.2%
管理费用	2,871.6	3,214.8	3,525.2	3,952.4	4,363.4	EBITDA增长率	-38.6%	-97.5%	2926.9%	57.3%	24.8%
财务费用	-12.1	68.0	84.9	119.4	171.6	EBIT增长率	-72.6%	-459.1%	-129.1%	129.0%	35.6%
资产减值损失	-220.0	235.3	204.1	214.0	208.5	NOPLAT增长率	-74.8%	-546.4%	129.9%	129.0%	35.6%
加:公允价值变动收益	33.9	-8.4	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	56.1%	4.6%	12.3%	5.9%	13.0%
投资和汇兑收益	109.9	74.4	89.3	107.2	117.9	净资产增长率	57.9%	-5.7%	5.0%	2.5%	2.4%
营业利润	251.2	-900.1	58.2	337.2	482.9	利润率					
加:营业外净收支	-4.4	-9.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	56.4%	50.7%	55.7%	56.7%	57.2%
利润总额	246.8	-910.0	58.2	337.2	482.9	营业利润率	2.7%	-9.2%	0.5%	2.6%	3.4%
减:所得税	22.0	23.2	-1.5	-8.6	-12.3	净利润率	2.4%	-9.9%	0.5%	2.8%	3.6%
净利润	219.2	-967.2	61.9	358.4	513.3	EBITDA/营业收入	8.8%	0.2%	5.4%	7.4%	8.2%
						EBIT/营业收入	2.5%	-8.5%	2.2%	4.3%	5.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	96	87	73	62	54
货币资金	8,303.7	8,045.4	9,245.0	10,533.3	11,820.6	流动营业资本周转天数	159	172	145	147	143
交易性金融资产	38.4	251.3	251.3	251.3	251.3	流动资产周转天数	488	481	453	454	449
应收账款	2,944.2	3,541.3	3,294.4	3,791.2	4,160.3	应收账款周转天数	95	121	111	101	101
应收票据	230.4	204.5	234.9	267.7	300.4	存货周转天数	42	41	41	41	41
预付账款	151.3	195.0	224.1	255.3	286.5	总资产周转天数	806	914	858	817	796
存货	551.6	566.0	678.6	702.0	0.0	投资资本周转天数	667	660	645	599	603
其他流动资产	167.1	118.8	40.5	151.0	897.7	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	2.4%	-8.9%	0.6%	3.3%	4.6%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	0.9%	-3.8%	0.2%	1.2%	1.6%
长期股权投资	2,735.3	2,832.9	2,832.9	2,832.9	2,832.9	ROIC	1.3%	-4.8%	1.3%	2.8%	3.5%
投资性房地产						费用率					
固定资产	2,376.2	2,286.0	2,208.0	2,140.1	2,079.6	销售费用率	24.1%	28.0%	25.0%	24.0%	23.5%
在建工程	154.8	332.6	406.7	470.2	525.9	管理费用率	31.0%	32.8%	31.3%	30.8%	30.3%
无形资产	2,838.3	3,872.1	4,628.6	5,498.5	6,498.9	财务费用率	-0.1%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%
其他非流动资产	3,063.8	3,275.0	3,365.2	3,095.6	3,096.9	三费/营业收入	55.0%	61.5%	57.1%	55.7%	55.0%
资产总额	23,555.1	25,521.0	27,410.2	29,989.1	32,751.1	偿债能力					
短期债务	3,610.7	4,240.1	5,829.5	6,688.0	9,117.7	资产负债率	46.9%	53.8%	54.8%	57.6%	60.3%
应付账款	3,186.8	3,667.0	3,272.9	4,303.5	3,931.9	负债权益比	88.2%	116.2%	121.2%	136.1%	151.9%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.29	1.16	1.12	1.09	1.03
其他流动负债	2,776.4	3,214.9	3,321.0	3,698.7	4,103.0	速动比率	1.24	1.11	1.08	1.04	0.99
长期借款	826.0	1,910.4	1,910.4	1,910.4	1,910.4	利息保障倍数	1.52	-4.63	0.77	1.51	1.72
其他非流动负债	637.1	685.2	685.2	685.2	685.2	分红指标					
负债总额	11,037.1	13,717.7	15,019.0	17,285.8	19,748.3	DPS(元)	0.10	0.06	-0.15	0.01	0.06
少数股东权益	1,057.0	1,651.0	1,648.8	1,636.2	1,618.2	分红比率	47.9%	92.9%	54.6%	54.6%	54.6%
股本	3,433.6	3,418.5	3,418.5	3,418.5	3,418.5	股息收益率	0.8%	0.5%	-1.3%	0.1%	0.5%
留存收益	8,027.4	6,733.9	7,323.9	7,648.5	7,966.1						
股东权益	12,518.0	11,803.4	12,391.3	12,703.3	13,002.8						
						现金流量表					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	224.8	-933.2	59.7	345.8	495.3	EPS(元)	0.06	-0.28	0.02	0.10	0.15
加:折旧和摊销	531.2	785.8	361.4	394.4	432.3	BVPS(元)	3.65	3.45	3.62	3.72	3.80
资产减值准备	-220.0	235.3	204.1	214.0	208.5	PE(X)	378.66	-62.88	642.84	111.03	77.53
公允价值变动损失	-33.9	8.4	0.0	0.0	0.0	PB(X)	7.24	5.99	3.70	3.60	3.50
财务费用	-12.1	68.0	84.9	119.4	171.6	P/FCF	-131.98	403.81	52.25	37.81	26.81
投资损失	-109.9	-74.4	-89.3	-107.2	-117.9	P/S	8.96	6.21	3.53	3.10	2.76
少数股东损益	5.6	33.9	-2.2	-12.6	-18.0	EV/EBITDA	107.73	3353.22	78.63	50.88	42.82
营运资金的变动	-99.9	-214.3	-427.1	781.9	-636.9	CAGR(%)	-52.9%	-	-46.9%	-	188.0%
经营活动产生现金流量	286.0	-90.5	191.5	1,735.8	534.9	PEG	-5.49	0.12	-6.04	0.23	1.79
投资活动产生现金流量	-3,853.1	-542.5	-1,024.6	-1,152.8	-1,310.0	ROIC/WACC	0.17	-0.59	0.16	0.34	0.42
融资活动产生现金流量	4,928.1	2,088.8	2,032.7	705.3	2,062.4	REP	31.30	-6.40	14.69	6.72	5.05
						业绩和估值指标					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034