

**评级：买入（维持）**

市场价格：11.83 元/股

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

分析师：何柄谕

执业证书编号：S0740519090003

Email: heby@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	3,419
流通股本(百万股)	3,417
市价(元)	11.83
市值(百万元)	40,441
流通市值(百万元)	40,423

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

1 《用友网络（600588）：第三季度业绩显著改善，云战略加速落地》

2 《用友网络（600588）：高端ERP项目验收，云业务维持高增》

3 《用友网络（600588）：云合同负债高增，ARR 翻倍，云业务加速发展》

## 公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,262	9,796	11,212	12,896	14,769
增长率 yoy%	4%	6%	14%	15%	15%
净利润	219	-967	129	468	821
增长率 yoy%	-69%	-541%	113%	264%	75%
每股收益(元)	0.06	-0.28	0.04	0.14	0.24
每股现金流量	0.08	-0.03	0.10	0.29	0.45
净资产收益率	2%	-8%	1%	4%	7%
P/E	184.5	-41.8	314.2	86.4	49.3
P/S	4.4	4.1	3.6	3.1	2.7

备注：股价为 2024 年 5 月 17 日收盘价

## 投资要点

- 投资事件：**近日公司发布 2023 年报及 2024 年一季报：（1）2023 年营业收入 97.96 亿元，增速 5.8%，归母净利润为亏损 9.67 亿元，去年同期为 2.19 亿元；（2）2024 年一季度营业收入为 17.49 亿元，增速 18.6%，归母净利润为亏损 4.53 亿元。
- 受组织结构升级、人员调整等因素影响，业绩短期承压，但长期趋势向好。**2023 年公司进行业务组织模型升级，大型企业客户业务由原来以地区为主的组织模式升级为行业为主的组织模式。组织模式调整期间对公司业务开展存在一定的影响。并且为了抢占市场机遇，公司加大战略投入，2023 年平均人数较 2022 年增加了 1,896 人，2023 年公司工资薪酬同比增加较多。受多因素影响，公司成本及费用增加较多，业绩短期承压。但组织模式升级、加大战略投入等也给公司带来积极变化，2023 年公司新签合同订单同比增长 17.6%，千万级新签订单增加 71.1%。随着公司组织模式升级完成，人员调整步入尾声，公司有望依托前期布局和产品等优势获得更多市场机遇。
- 云战略转型加速推进，经营指标靓丽。**公司继续推进云战略转型，2023 年公司云服务收入规模达 70.91 亿元，同比增长 11.6%，其中的大型客户云服务业务收入 47.31 亿元，同比增长 7.7%；中型客户云服务业务收入 8.65 亿元，同比增长 36.9%，核心产品续费率为 84.3%；小微型企业客户云订阅收入 48,957 万元，同比增长 28.0%。从经营指标来看，云业务相关合同负债为 24.6 亿元，同比增长 28.0%，订阅相关合同负债为 18.3 亿元，同比增长 38.8%，云服务业务 ARR 为 23.5 亿元，同比增长 15.0%，多项云服务业务经营指标持续优化。公司云战略转型加速推进，多项指标表现靓丽。
- 加大 AI 研发投入，加速推进海外拓展，新业务新模式有望驱动公司业绩持续高增长。**AI 方面，公司已经发布企业服务大模型 YonGPT，并且已经与 YonBIP 企业绩效、管理会计、全球司库、商旅费控、税务服务等产品深度融合，部分场景已经成功实现落地。中国中化、徐工集团等知名企业已经使用 YonGPT，公司产品得到市场和客户的高度认可。海外拓展方面，公司启动了全球化 2.0 战略，海外布局进一步完善，客户覆盖中企出海客户及海外本地客户。公司新业务新模式有望驱动公司业绩持续高增长。
- 投资建议：**由于公司组织模式升级，加大研发等因素影响，我们对公司盈利预测进行调整。调整前，我们预计公司 2024/2025 年收入分别为 130.50/163.15 亿元，净利润分别为 7.46/13.00 亿元。调整后，我们预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 112.12/128.96/147.69 亿元，净利润分别为 1.29/4.68/8.21 亿元，对应 PS 分别为 3.6/3.1/2.7 倍。考虑公司云转型加速落地及 PS 估值处于较低水平，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**业务发展不及预期，政策落地缓慢

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,045	6,824	6,214	6,417	营业收入	9,796	11,212	12,896	14,769
应收票据	145	168	193	222	营业成本	4,826	5,045	5,545	6,203
应收账款	2,515	2,792	3,349	4,006	税金及附加	108	129	148	168
预付账款	195	202	222	248	销售费用	2,743	2,691	3,030	3,397
存货	552	578	635	711	管理费用	1,108	1,301	1,483	1,654
合同资产	882	897	1,419	1,772	研发费用	2,106	2,130	2,386	2,658
其他流动资产	1,471	1,603	2,187	2,617	财务费用	68	107	122	124
流动资产合计	12,922	12,168	12,801	14,221	信用减值损失	-165	-180	-200	-220
其他长期投资	8	10	11	13	资产减值损失	-70	-50	-55	-60
长期股权投资	2,833	2,833	2,833	2,833	公允价值变动收益	-8	15	15	15
固定资产	2,286	2,340	2,961	3,208	投资收益	74	100	100	100
在建工程	333	583	183	33	其他收益	398	420	450	485
无形资产	3,872	4,298	4,338	4,171	<b>营业利润</b>	-900	149	526	920
其他非流动资产	3,267	3,281	3,291	3,298	营业外收入	2	2	3	2
非流动资产合计	12,599	13,344	13,617	13,555	营业外支出	12	12	12	12
<b>资产合计</b>	<b>25,521</b>	<b>25,512</b>	<b>26,419</b>	<b>27,776</b>	<b>利润总额</b>	-910	139	517	910
短期借款	3,803	3,803	3,803	3,803	所得税	23	10	39	64
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	-933	129	478	846
应付账款	1,007	959	1,026	1,117	少数股东损益	34	0	10	25
预收款项	14	22	26	30	<b>归属母公司净利润</b>	-967	129	468	821
合同负债	2,660	2,579	3,030	3,545	NOPLAT	-864	227	591	961
其他应付款	1,229	900	900	900	EPS (摊薄)	-0.28	0.04	0.14	0.24
一年内到期的非流动负债	437	437	437	437					
其他流动负债	1,972	2,216	2,464	2,708					
流动负债合计	11,122	10,916	11,687	12,539					
长期借款	1,910	2,190	2,190	2,190					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	685	685	685	685					
非流动负债合计	2,596	2,876	2,876	2,876					
<b>负债合计</b>	<b>13,718</b>	<b>13,791</b>	<b>14,562</b>	<b>15,415</b>					
归属母公司所有者权益	10,152	10,069	10,196	10,675					
少数股东权益	1,651	1,651	1,661	1,686					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,803</b>	<b>11,720</b>	<b>11,856</b>	<b>12,361</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,521</b>	<b>25,512</b>	<b>26,419</b>	<b>27,776</b>					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-91	351	1,002	1,530
现金收益	-11	1,140	1,595	2,010
存货影响	-21	-27	-57	-75
经营性应收影响	-382	-258	-547	-652
经营性应付影响	501	-369	71	94
其他影响	-179	-136	-60	152
<b>投资活动现金流</b>	-542	-1,540	-1,148	-862
资本支出	-1,976	-1,634	-1,257	-969
股权投资	-98	0	0	0
其他长期资产变化	1,532	94	109	107
<b>融资活动现金流</b>	2,089	-32	-464	-465
借款增加	1,714	280	0	0
股利及利息支付	-411	-250	-430	-614
股东融资	1,692	0	0	0
其他影响	-906	-62	-34	149

  

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	5.8%	14.5%	15.0%	14.5%
EBIT 增长率	-458.7%	-129.2%	159.6%	61.9%
归母公司净利润增长率	-541.3%	-113.3%	263.9%	75.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.7%	55.0%	57.0%	58.0%
净利率	-9.5%	1.2%	3.7%	5.7%
ROE	-8.2%	1.1%	3.9%	6.6%
ROIC	-6.8%	2.0%	5.1%	7.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.8%	54.1%	55.1%	55.5%
债务权益比	57.9%	60.7%	60.0%	57.6%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	85	85	86	90
应付账款周转天数	69	70	64	62
存货周转天数	40	40	39	39
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.28	0.04	0.14	0.24
每股经营现金流	-0.03	0.10	0.29	0.45
每股净资产	2.97	2.95	2.98	3.12
<b>估值比率</b>				
P/E	-42	314	86	49
P/B	4	4	4	4
EV/EBITDA	4,420	48	34	27

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。