用友网络（600588）

公司研究/点评报告

云业务增速与质量均有所提升，期待 Q4 表现

—用友网络 2021 三季报点评

点评报告/计算机　　2021 年 11 月 01 日

一、事件概述

用友于 10 月 29 日晚发布三季报，2021 年前三季度实现营收 49.33 亿元，同比增长 6.79%；实现归母净利润 1.27 亿元，去年同期为-0.16 亿元。其中前三季度“云+软件“业务收入 46.6 亿元，同比增长 24%；云业务收入 25.3 亿元，同比增长 83%。

二、分析与判断

➢ 云业务保持高速增长，加大投入抢占市场

从收入端看，公司 Q3 单季度收入 17.56 亿元，同比增长 5.21%；其中云业务收入 10.2 亿元，同比增长 62%。考虑到公司今年签订多家大型企业客户订单，收入确认一般集中于 Q4，同时公司剥离金融业务，因此 Q3 的整体收入和云业务收入增速良好。

从费用端看，公司前三季度销售、研发费用分别为 12.5、11.5 亿元，同比增速分别为 41%、20%，公司坚定推进云转型战略，加大渠道和合作伙伴体系的建设以及核心产品的打磨是当前重点，保持云业务收入的高增长是当前核心方向。

➢ 聚焦云业务，大型企业是主战场、中小企业快速增长

具体看云业务，大型企业仍是用友主战场。用友的核心优势之一在于大型客户资源丰富及多项标杆案例，21 年前三季度大型企业云收入 17.7 亿元，同比增长 73%，今年中标国投集团、航天科技、厦门航空等多个大型企业项目。

前三季度中型企业市场云收入 1.9 亿元，同比增长 126%，新产品 U9C 市场反响良好；小型企业市场云收入 3.3 亿元，同比增长 117%；政企云收入 2.4 亿元，同比增长 91%。

从云业务关键指标看，续费率：前三季度大型企业续费率 108.26%、中型企业续费率 73.31%、小型企业续费率 80.75%；**ARR：**实现 11.8 亿元，较半年度环比增长 41.5%；**云合同负债：**前三季度为 13.04 亿元，较年初增长 20.3%，其中订阅合同负债 7.02 亿元，较年初增长 48.5%。整体看云业务质量持续提升，订阅模式推行进度良好。

三、投资建议

预计公司 21-23 年营收分别为 96.4、124.6、149.7 亿元，21-23 年实现归母净利润分别为 11.9、13.4、17.7 亿元，当前市值对应 21 年 PE 为 92、82、62 倍，当前市值对应 21 年 PS 为 11 倍。用友是我国 ERP 软件 Saas 的领军者，目前我国云计算 Saas 公司在 Wind 一致预期下 21 年 PS 均值为 20 倍，公司的 PS 估值具备提升空间。故维持“推荐”评级。

四、风险提示

下游客户 IT 支出不及预期；大型企业项目交付进度不及预期；产品研发进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,525	9,640	12,464	14,966
增长率（%）	0.2%	13.1%	29.3%	20.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	989	1,188	1,336	1,774
增长率（%）	-16.4%	20.2%	12.4%	32.8%
每股收益（元）	0.31	0.36	0.41	0.54
PE（现价）	108.06	92.20	81.99	61.76
PB	19.02	12.55	10.88	9.25

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　31.8 元

交易数据	2021-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	51.1/30.3
总股本（百万股）	3,271
流通股本（百万股）	3,241
流通股比例（%）	99.10
总市值（亿元）	1,040
流通市值（亿元）	1,031

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭新宇

执业证号：　S0100518120001

电话：　01085127654

邮箱：　guoxinyu@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：　S0100120090026

电话：　01085127654

邮箱：　dingchenhui@mszq.com

相关研究

1.用友网络(600588):上半年交出亮眼答卷，加速抢占大企业市场

2.用友网络（600588.SH）2021 年一季报点评：云转型进一步加速，产品持续打磨升级

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**8,525**	**9,640**	**12,464**	**14,966**
营业成本	3,321	3,567	4,487	5,238
营业税金及附加	99	106	137	165
销售费用	1,537	2,121	2,742	3,293
管理费用	959	1,157	1,496	1,796
研发费用	1,459	1,735	2,244	2,694
EBIT	1,417	1,315	1,456	1,900
财务费用	110	51	34	12
资产减值损失	-47	-50	-60	-70
投资收益	75	386	125	150
营业利润	**1,121**	**1,264**	**1,422**	**1,887**
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	**1,126**	**1,264**	**1,422**	**1,887**
所得税	75	76	85	113
净利润	1,051	1,188	1,336	1,774
归属于母公司净利润	**989**	**1,188**	**1,336**	**1,774**
EBITDA	**1,773**	**1,454**	**1,604**	**2,058**

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,605	7,277	9,444	11,826
应收账款及票据	1,152	1,188	1,537	1,845
预付款项	95	107	135	157
存货	423	439	555	648
其他流动资产	1,498	1,625	1,850	2,050
流动资产合计	**8,773**	**10,636**	**13,520**	**16,526**
长期股权投资	2,473	2,473	2,473	2,473
固定资产	2,432	2,393	2,395	2,436
无形资产	785	785	785	785
非流动资产合计	**8,177**	**8,138**	**8,140**	**8,181**
资产合计	**16,950**	**18,774**	**21,660**	**24,707**
短期借款	2,375	2,375	2,375	2,375
应付账款及票据	549	684	861	1,005
其他流动负债	5,026	5,526	6,900	8,029
流动负债合计	**7,950**	**8,585**	**10,136**	**11,409**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	453	453	453	453
非流动负债合计	**453**	**453**	**453**	**453**
负债合计	**8,403**	**9,038**	**10,588**	**11,862**
股本	3,270	3,271	3,271	3,271
少数股东权益	1,004	1,004	1,004	1,004
股东权益合计	**8,547**	**9,736**	**11,072**	**12,846**
负债和股东权益合计	**16,950**	**18,774**	**21,660**	**24,707**

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	0.2	13.1	29.3	20.1
EBIT 增长率	21.0	-7.2	10.7	30.5
净利润增长率	-16.4	20.2	12.4	32.8
盈利能力				
毛利率	61.0	63.0	64.0	65.0
净利润率	12.3	12.3	10.7	11.9
总资产收益率 ROA	5.8	6.3	6.2	7.2
净资产收益率 ROE	13.1	13.6	13.3	15.0
偿债能力				
流动比率	1.10	1.24	1.33	1.45
速动比率	1.00	1.14	1.23	1.34
现金比率	0.71	0.85	0.93	1.04
资产负债率	49.6	48.1	48.9	48.0
经营效率				
应收账款周转天数	44.60	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	46.53	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.50	0.51	0.58	0.61
每股指标（元）				
每股收益	0.31	0.36	0.41	0.54
每股净资产	2.31	2.67	3.08	3.62
每股经营现金流	0.49	0.46	0.70	0.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	108.06	92.20	81.99	61.76
PB	19.02	12.55	10.88	9.25
EV/EBITDA	79.11	72.00	63.94	48.66
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,051	1,188	1,336	1,774
折旧和摊销	357	139	148	159
营运资金变动	-118	130	432	170
经营活动现金流	**1,613**	**1,493**	**2,299**	**2,539**
资本开支	-575	-100	-150	-200
投资	-537	0	0	0
投资活动现金流	**-894**	**286**	**-25**	**-50**
股权募资	425	0	0	0
债务募资	-1,950	0	0	0
筹资活动现金流	**-2,315**	**-107**	**-107**	**-107**
现金净流量	**-1,602**	**1,672**	**2,167**	**2,382**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。