用友网络（600588.SH）

2021 年 08 月 19 日

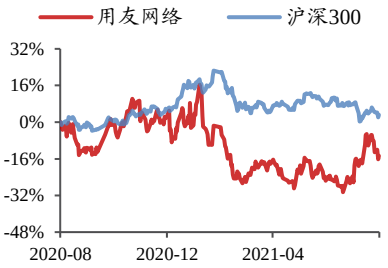
云业务翻倍增长，大型头部企业市场取得显著突破

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/8/18
当前股价(元)	37.25
一年最高最低(元)	51.82/29.52
总市值(亿元)	1,218.27
流通市值(亿元)	1,211.03
总股本(亿股)	32.71
流通股本(亿股)	32.51
近 3 个月换手率(%)	48.07

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-定增获证监会审核通过，标杆项目持续落地彰显竞争力》-2021.8.3

《公司信息更新报告-推出新一轮激励计划，聚焦“云+软件”主业》-2021.7.25

《公司信息更新报告-“云+软件”收入增速亮眼，云业务加速增长》-2021.5.5

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● 聚焦云转型战略，持续加大投入，维持“买入”评级

我们维持 2021-2023 年归母净利润预测为 9.03、11.05、13.49 亿元，EPS 为 0.28、0.34、0.41 元/股，当前股价对应 PE 为 134.9、110.2、90.3 倍。公司面临着数智化、国产化、国际化三浪叠加的历史性机遇，有望加速发展，维持“买入”评级。

● 云业务翻倍增长，首次超过软件业务收入

2021 年上半年公司实现营业收入 31.77 亿元，同比增长 7.7%。软件+云业务收入为 29.51 亿元，同比增长 26.3%，其中云服务收入为 15.06 亿元，同比增长 100.7%，软件业务收入 14.45 亿元，同比下滑 8.9%。云服务占云服务与软件业务整体收入的 51.0%，云服务业务收入首次超过软件业务收入。此外，订阅收入增长全面加速，云服务业务合同负债为 12.43 亿元，较 2020 年末增长 14.6%，云业务 ARR 实现 8.34 亿元。

● 在大型头部客户取得显著突破，树立众多典型标杆

公司调整业务重心，抢占巨型和大型企业客户市场，上半年取得突出成果。公司在烟草、能源、军工等央企等取得较大突破，成功签约中核集团、神舟软件、中海油信息、中国化工、中国黄金、华侨城集团、中国中药、中建五局、新加坡 SK 珠宝、飞鹤乳业、山东魏桥创业集团、山东港口、龙煤物流等一批重要客户。

● 在工业互联网领域持续发力，取得突出成效

公司在工业互联网领域持续发力，2019、2020 年连续两年入选工信部跨行业跨领域工业互联网平台清单。2021 年，公司再次升级了工业互联网研发技术，以全新的五大技术引擎推动用友精智工业互联网平台发展。上半年，公司面向中型制造企业的 U9 Cloud 云 ERP 产品，聚焦半导体、新能源、光伏等行业的成长型高精尖制造企业，融合了 AIot、PLM、智能工厂等应用，实现云端一体化、生产智能化、运营敏捷化、经营国际化、管控精细化。

● 风险提示： 宏观经济变化对客户采购的影响；云业务进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	10,210	12,428	15,175
YOY(%)	10.5	0.2	19.8	21.7	22.1
归母净利润(百万元)	1,183	989	903	1,105	1,349
YOY(%)	93.3	-16.4	-8.6	22.3	22.1
毛利率(%)	65.4	61.0	64.5	65.5	66.6
净利率(%)	13.9	11.6	8.8	8.9	8.9
ROE(%)	15.9	12.3	10.9	12.7	14.4
EPS(摊薄/元)	0.36	0.30	0.28	0.34	0.41
P/E(倍)	103.0	123.2	134.9	110.2	90.3
P/B(倍)	17.0	16.2	15.6	14.9	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10168	8773	11126	8243	11939
现金	7147	5605	7221	4545	7021
应收票据及应收账款	1368	1152	2142	1682	2781
其他应收款	456	433	588	655	863
预付账款	90	95	103	145	159
存货	23	423	0	143	43
其他流动资产	1084	1065	1072	1073	1072
非流动资产	7370	8177	8764	9887	11039
长期投资	1782	2473	2952	3513	4138
固定资产	2510	2432	2813	3321	3949
无形资产	870	1061	978	935	849
其他非流动资产	2208	2211	2021	2117	2103
资产总计	17538	16950	19890	18130	22977
流动负债	9112	7950	10772	8550	12681
短期借款	4236	2375	2375	2375	2375
应付票据及应付账款	597	549	1178	966	1566
其他流动负债	4280	5026	7219	5209	8740
非流动负债	132	453	264	297	312
长期借款	45	0	0	0	0
其他非流动负债	87	453	264	297	312
负债合计	9244	8403	11036	8847	12993
少数股东权益	1122	1004	1062	1132	1218
股本	2504	3270	3271	3271	3271
资本公积	1762	1096	1096	1096	1096
留存收益	3392	3418	3760	4189	4702
归属母公司股东权益	7173	7543	7792	8151	8767
负债和股东权益	17538	16950	19890	18130	22977

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1533	1613	3348	-574	4646
净利润	1321	1051	961	1175	1435
折旧摊销	334	357	290	316	362
财务费用	118	110	117	143	172
投资损失	-287	-75	-97	-127	-165
营运资金变动	-31	-73	2130	-2016	2912
其他经营现金流	78	243	-52	-66	-70
投资活动现金流	-183	-894	-638	-1246	-1367
资本支出	376	592	275	468	547
长期投资	-180	-493	-479	-438	-624
其他投资现金流	13	-795	-842	-1217	-1444
筹资活动现金流	-155	-2315	-1007	-856	-891
短期借款	1079	-1860	0	0	0
长期借款	-127	-45	0	0	0
普通股增加	586	767	0	0	0
资本公积增加	-359	-666	0	0	0
其他筹资现金流	-1334	-511	-1007	-856	-891
现金净增加额	1189	-1602	1616	-2676	2476

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8510	8525	10210	12428	15175
营业成本	2942	3321	3625	4287	5063
营业税金及附加	113	99	118	169	206
营业费用	1634	1537	1981	2394	2853
管理费用	1389	959	1494	1802	2200
研发费用	1630	1459	1991	2523	3293
财务费用	118	110	117	143	172
资产减值损失	-36	-47	-318	-382	-458
其他收益	370	275	302	332	366
公允价值变动收益	235	52	58	63	70
投资净收益	287	75	97	127	165
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1405	1121	1023	1252	1529
营业外收入	9	24	26	29	32
营业外支出	10	18	20	22	24
利润总额	1404	1126	1029	1259	1537
所得税	83	75	68	84	102
净利润	1321	1051	961	1175	1435
少数股东损益	138	63	57	70	86
归母净利润	1183	989	903	1105	1349
EBITDA	1783	1459	1271	1543	1869
EPS(元)	0.36	0.30	0.28	0.34	0.41

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.5	0.2	19.8	21.7	22.1
营业利润(%)	48.9	-20.2	-8.7	22.4	22.1
归属于母公司净利润(%)	93.3	-16.4	-8.6	22.3	22.1
获利能力					
毛利率(%)	65.4	61.0	64.5	65.5	66.6
净利率(%)	13.9	11.6	8.8	8.9	8.9
ROE(%)	15.9	12.3	10.9	12.7	14.4
ROIC(%)	11.7	9.9	8.8	10.6	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	52.7	49.6	55.5	48.8	56.5
净负债比率(%)	-32.7	-32.1	-51.9	-20.3	-43.6
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.9	6.8	6.2	6.5	6.8
应付账款周转率	5.6	5.8	4.2	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.30	0.28	0.34	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.49	1.02	-0.18	1.42
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.31	2.38	2.49	2.68
估值比率					
P/E	103.0	123.2	134.9	110.2	90.3
P/B	17.0	16.2	15.6	14.9	13.9
EV/EBITDA	67.3	82.2	92.9	78.3	63.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn