用友网络（600588）

公司研究/点评报告

上半年交出亮眼答卷，加速抢占大企业市场

—用友网络 2021 中报点评

点评报告/计算机　　2021 年 08 月 19 日

一、事件概述

8 月 18 日晚公司发布中报，2021H1 实现营收 31.77 亿元，同比增长 7.7%；实现归母净利润 2.15 亿元，其中扣非后归母净利润-0.81 亿元。上半年公司云业务收入达到 15.06 亿元，同比增长 100.7%；云收入占比达到 47.4%。

二、分析与判断

➢ 从多维度多指标，看用友上半年云转型战果

收入端：云业务同增 100%，云收入超过软件。从三大业务看，云业务收入 15.06 亿元同增 100.7%，软件业务收入 14.45 亿元同减 8.9%，金融业务受剥离等影响收入 2.3 亿元同减 63%。用友坚定执行云转型战略，云业务收入首次超过软件占“云+软件”51%。

关键指标：云合同负债 12.4 亿元，ARR 达到 8.34 亿。公司 21H1 云合同负债 12.4 亿元较年初 15%，其中订阅相关合同负债达到 6.5 亿元较年初增加 38%；从续费率（公有云）看，大型、中型、小型企业分别为 94.5%、71.4%、79.9%；从客户属性看，21H1 新增客户 6.6 万，其中 64%是纯新客户，行业分布 40%来自于制造业。

财务数据：研发与市场投入力度加大。用友上半年研发投入 9.5 亿元同增 38.9%，销售费用达 7.9 亿同增 49.7%，员工总数达到 19473 人同增 14%。

➢ 积极抢占大型客户，中小企业市场坚定推进公有云

从大型客户市场看：大企业云收入 10.6 亿同增 91.5%，占比 70.5%。大型客户的标杆案例是用友的核心竞争力之一，上半年公司在优势领域不断突破，大企业云收入占比达到 70.5%，不断拿下华为、宝马、邮储银行、国投集团等标杆项目，500 万以上订单总金额同增 37%，彰显公司在大企业市场的丰硕成果。

从中型/小型客户市场看：云业务加速推进，且以公有云为主要动力。21H1 用友在中型、小型、政府三大领域的云收入增速分别为 99%、133%、140%，均实现高速增长。从订阅合同负债的高增长也可以看出，公司在中小企业市场转云成效显著。

➢ 云计算大背景下叠加数智化与国产化，用友迎来黄金时期

展望未来，用友将迎来云转型与数智化、国产化共振下。云计算带来的 IT 产业变革已经成为不可改变的长期趋势，根据信通院的数据 20 年我国公有云、私有云市场分别为 1277、814 亿元，同比增速分别为 85%、26%；而随着顶层对于社会数字化和产业链自主可控的重视，预计以大型央企国企为首的金融、制造、能源、电信等各个行业将陆续选择国产软件厂商进行数字化转型。用友有望把握住这一轮行业旺盛的数字化需求，实现国产 ERP 厂商的快速发展。

三、投资建议

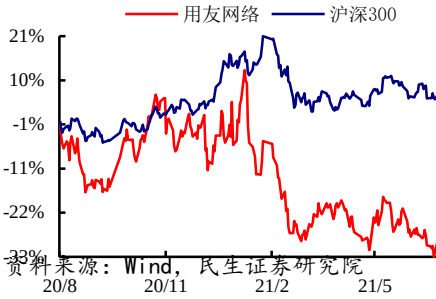
考虑到类金融业务的剥离、市场与研发的大力投入、以及云转型初期毛利率下滑，我们预计用友 21/22/23 年收入分别为 96.48、122.12、153.24 亿元，同比增速分别为 13.2%、26.6%、25.5%，预计 21/22/23 年归母净利润分别为 9.16、11.65、17.14。对于处于云转型的 Saas 公司，市场一般采取 PS 估值方法，当前市值对应 21 年 PS 为 12 倍，而可比公司 21 年 PS 均值为 16 倍，公司仍然处于低估位置，维持“推荐”评级。

推荐　维持评级

当前价格：　37.25 元

交易数据	2021-8-18
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）	3,251
流通股比例（%）	99.41
总市值（亿元）	1,218
流通市值（亿元）	1,211

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：　021-60876718

邮箱：　dingchenhui@mszq.com

相关研究

1.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

2.用友网络(600588):云转型成果靓丽，精细化管理推动利润大增

四、风险提示

下游需求受宏观经济波动不及预期；YonBIP 研发进度不及预期；竞争加剧致毛利率下滑

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,525	9,648	12,212	15,324
增长率（%）	0.2	13.2	26.6	25.5
归属母公司股东净利润（百万元）	989	916	1,165	1,714
增长率（%）	-16.4	-7.3	27.2	47.1
每股收益（元）	0.31	0.28	0.36	0.52
PE（现价）	120.2	133.0	104.5	71.1
PB	16.2	14.4	12.7	10.7

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**8,525**	**9,648**	**12,212**	**15,324**
营业成本	3,321	3,614	4,496	5,561
营业税金及附加	99	116	147	184
销售费用	1,537	2,315	2,809	3,371
管理费用	959	1,351	1,588	1,992
研发费用	1,459	1,930	2,442	3,065
EBIT	1,150	322	730	1,151
财务费用	110	37	7	(13)
资产减值损失	(47)	0	0	0
投资收益	75	400	150	200
营业利润	**1,121**	**975**	**1,240**	**1,823**
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	**1,126**	**975**	**1,240**	**1,823**
所得税	75	0	0	0
净利润	1,051	975	1,240	1,823
归属于母公司净利润	**989**	**916**	**1,165**	**1,714**
EBITDA	**1,507**	**609**	**1,004**	**1,412**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5605	7975	9561	11882
应收账款及票据	1152	1202	1712	1894
预付款项	95	108	135	167
存货	423	79	0	0
其他流动资产	625	625	625	625
流动资产合计	**8773**	**10800**	**13119**	**15638**
长期股权投资	2473	2873	3023	3223
固定资产	2432	2532	2682	2882
无形资产	785	752	609	486
非流动资产合计	**8177**	**7370**	**7357**	**7515**
资产合计	**16950**	**18170**	**20476**	**23153**
短期借款	2375	2375	2375	2375
应付账款及票据	549	455	794	751
其他流动负债	198	198	198	198
流动负债合计	**7950**	**8195**	**9261**	**10115**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	452	452	452	452
非流动负债合计	**453**	**453**	**453**	**453**
负债合计	**8403**	**8648**	**9714**	**10568**
股本	3270	3271	3271	3271
少数股东权益	1004	1063	1137	1247
股东权益合计	**8547**	**9522**	**10762**	**12585**
负债和股东权益合计	**16950**	**18170**	**20476**	**23153**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	0.2	13.2	26.6	25.5
EBIT 增长率	43.5	-72.0	126.8	57.5
净利润增长率	-16.4	-7.3	27.2	47.1
盈利能力				
毛利率	61.0	62.5	63.2	63.7
净利润率	11.6	9.5	9.5	11.2
总资产收益率 ROA	5.8	5.0	5.7	7.4
净资产收益率 ROE	13.1	10.8	12.1	15.1
偿债能力				
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.7	1.0	1.1	1.2
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	48.1	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	24.2	25.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.3	2.6	2.9	3.5
每股经营现金流	0.4	0.5	0.6	0.8
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	120.2	133.0	104.5	71.1
PB	16.2	14.4	12.7	10.7
EV/EBITDA	40.0	45.8	33.3	25.1
股息收益率	0.5	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,051	975	1,240	1,823
折旧和摊销	186	287	273	261
营运资金变动	(73)	599	333	656
经营活动现金流	**1,222**	**1,567**	**1,803**	**2,648**
资本开支	575	(920)	110	220
投资	(537)	0	0	0
投资活动现金流	**(894)**	**920**	**(110)**	**(220)**
股权募资	425	0	0	0
债务募资	(1,950)	(11)	0	0
筹资活动现金流	**(2,315)**	**(118)**	**(107)**	**(107)**
现金净流量	**(1,987)**	**2,370**	**1,586**	**2,321**

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

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。