

2021年03月06日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001  
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

## 回购彰显发展信心，ERP 龙头迎来布局良机 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,510	8,559	9,996	13,323
同比（%）	10.5%	0.6%	16.8%	33.3%
归母净利润（百万元）	1,183	891	895	1,849
同比（%）	93.3%	-24.7%	0.5%	106.6%
每股收益（元/股）	0.36	0.27	0.27	0.57
P/E（倍）	91.55	121.57	121.02	58.57

事件：3月6日公司公告，用友网络科技股份有限公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份。

### 投资要点

■ **回购金额市场领先，公司对发展充满信心：**公司本次回购股份资金总额不低于6亿元不高于10亿元，既保持了市场的领先水平，也与公司行业地位和市值规模匹配，彰显公司发展信心，我们预计公司未来会全力按回购金额上限开展实施。此次回购期限不超过6个月，短于规则上限，向市场传递出公司坚决执行回购的决心。此轮回购股份价格不超过42元/股，价格上限高出现价26.85%，我们预计将有效提振市场信心。此轮回购股份主要用于未来的员工股权激励，今年YonBIP和整个研发团队有超千人扩充计划，因此通过股权激励将进一步促进员工和公司股东的利益一致。未来6个月董监高和控股股东没有减持计划，体现了其和全体股东利益高度一致的资本市场形象与价值。

■ **大客户领域优势明显，YonBIP 客户数量行业领先：**用友在高端市场中市占率国内厂商第一，2020年成功签约了国家电网、中国海油、贵州茅台、国家开发银行、大疆创新等一批大型综合性集团企业和标杆客户。大型客户市场是国内云计算市场的主要阵地，这类客户更倾向于使用私有云部署的ERP产品，因此大客户主导的客户结构间接降低了用友的公有云占比，但反而体现了用友的大客户竞争优势。目前YonBIP的客户数量已超过4000家，且在央企客户中应用广泛，在同业里遥遥领先。2021年用友制定了新的考核机制，鼓励客户采用年服务费的收费方式，客户的订阅型付费意愿持续提升。

■ **云业务增长迅速，投资价值持续提高：**今年国内大型企业的国产化需求旺盛，我们预计用友网络2020、2021年云业务收入分别实现34.5、62亿元，同比增速为75%、80%，实现高速增长。目前用友2021年整体PS仅10倍，显著低于云可比公司：恒生电子17倍、广联达15倍、金山办公42倍、金蝶国际18倍、明源云25倍、微盟集团11倍（传统业务占比较高）。公司作为国内ERP绝对龙头，目前是A股甚至全球云计算公司的价值洼地，尚未享有龙头估值。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年收入85.59/99.96/133.23亿元，归母净利润为8.91/8.95/18.49亿元，对应PS为13/11/8倍，相对目前A股其它云公司和港股金蝶国际处于折价状态。用友在大型企业优势明显，成长性领先行业，同时考虑YonBIP平台还具有互联网属性，龙头地位也应该给予一定溢价，公司合理市值在2500亿左右，对应目标价76.45元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**YonBIP发展不及预期；宏观经济对传统ERP业务产生影响。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	33.11
一年最低/最高价	29.13/54.35
市净率(倍)	16.91
流通A股市值(百万元)	107643.33

### 基础数据

每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	53.31
总股本(百万股)	3270.83
流通A股(百万股)	3251.08

### 相关研究

- 1、《用友网络（600588）：收购大易招聘云，内生外延双轮驱动发展》2021-02-10
- 2、《用友网络（600588）：董事长兼任总裁，整合资源聚焦企业互联网赛道》2021-01-06
- 3、《用友网络（600588）：云业务收入恢复高速增长，全年业绩目标不变》2020-11-01

用友网络三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10,168</b>	<b>8,996</b>	<b>11,027</b>	<b>10,490</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,510</b>	<b>8,559</b>	<b>9,996</b>	<b>13,323</b>
现金	7,147	5,900	7,348	5,870	减:营业成本	2,942	2,537	2,781	3,319
应收账款	1,368	1,532	1,853	2,654	营业税金及附加	113	113	132	176
存货	23	16	27	24	营业费用	1,634	1,712	1,999	2,665
其他流动资产	1,630	1,549	1,800	1,942	管理费用	3,019	2,996	3,998	4,663
<b>非流动资产</b>	<b>7,370</b>	<b>7,300</b>	<b>7,721</b>	<b>8,745</b>	研发费用	1,630	1,712	2,499	2,665
长期股权投资	1,782	1,871	1,962	2,059	财务费用	118	135	144	173
固定资产	2,510	2,408	2,730	3,615	资产减值损失	-36	278	315	426
在建工程	0	4	71	181	加:投资净收益	287	128	147	166
无形资产	870	825	765	696	其他收益	370	285	356	348
其他非流动资产	2,208	2,193	2,193	2,194	资产处置收益	1	0	0	1
<b>资产总计</b>	<b>17,538</b>	<b>16,296</b>	<b>18,749</b>	<b>19,235</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,405</b>	<b>1,201</b>	<b>1,129</b>	<b>2,414</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,112</b>	<b>7,442</b>	<b>9,497</b>	<b>8,472</b>	加:营业外净收支	-1	2	3	2
短期借款	4,236	4,236	4,236	4,236	<b>利润总额</b>	<b>1,404</b>	<b>1,203</b>	<b>1,132</b>	<b>2,416</b>
应付账款	597	311	684	503	减:所得税费用	83	124	92	222
其他流动负债	4,280	2,896	4,577	3,734	少数股东损益	138	188	145	345
<b>非流动负债</b>	<b>132</b>	<b>116</b>	<b>119</b>	<b>138</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,183</b>	<b>891</b>	<b>895</b>	<b>1,849</b>
长期借款	45	29	32	51	EBIT	1,449	1,266	1,191	2,476
其他非流动负债	87	87	87	87	EBITDA	1,783	1,502	1,428	2,753
<b>负债合计</b>	<b>9,244</b>	<b>7,558</b>	<b>9,616</b>	<b>8,610</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	1,122	1,310	1,455	1,800	每股收益(元)	0.36	0.27	0.27	0.57
归属母公司股东权益	7,173	7,428	7,677	8,825	每股净资产(元)	2.19	2.27	2.34	2.69
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,538</b>	<b>16,296</b>	<b>18,749</b>	<b>19,235</b>	发行在外股份(百万股)	2504	3271	3271	3271
					ROIC(%)	103.1%	43.3%	81.7%	57.7%
					ROE(%)	15.9%	12.4%	11.4%	20.7%
					毛利率(%)	65.4%	70.4%	72.2%	75.1%
					销售净利率(%)	13.9%	10.4%	9.0%	13.9%
					资产负债率(%)	52.7%	46.4%	51.3%	44.8%
					收入增长率(%)	10.5%	0.6%	16.8%	33.3%
					净利润增长率(%)	63.1%	-18.3%	-3.6%	110.9%
					P/E	91.55	121.57	121.02	58.57
					P/B	15.10	14.61	14.14	12.29
					EV/EBITDA	59.71	71.80	74.59	39.37

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

