

➤ **募资 52.6 亿元，用友定增顺利完成。** 用友网络于 1 月 25 日晚发布公告，披露非公开发行股票结果，扣除费用后募集资金 52.58 亿元，发行价格锁定在 31.95 元/股。

➤ **定增终落地，引入长期投资者。** 聚焦本次定增结果，公司引入了多家知名的投资机构，包括高瓴旗下的 HHLR 管理有限公司、GIC (新加坡政府投资公司)、开域资本、高毅资产、华融资产等，其中高瓴获配 10 亿元、高毅资产、GIC、华融分别获配 4、3.4、2.8 亿元。

➤ **聚焦战略产品 YonBIP，坚定云转型。** 公司此次定增募集的 53 亿元资金，将重点投向用友在 20 年推出的重磅核心产品 YonBIP。用友 YonBIP 采用云原生架构，以超大型、大型企业为重点目标客户，结合用友自身数十年服务大型企业信息化的经验，引领客户向数字化转型。YonBIP 相较于传统 ERP 产品除底层架构的先进性外，还能够为企业提供链接产业链上下游的能力，以友云采为代表的线上交易平台在 21 年已经实现 1186 亿元的交易额，真正实现了从 ERP 向产业互联网转型的突破。

➤ **数字经济引领下一阶段发展，用友有望扮演“先锋”角色。**《“十四五”数字经济规划》中明确到 2025 年几大关键指标：数字经济核心产业增加占比提升至 10%；软件和信息技术产业规模达 14 万亿，CAGR 为 11.4%；工业互联网平台普及率达 45%，当前为 14.7%；在线政务服务实名用户数到 8 亿人，较 20 年翻倍。用友作为我国 ERP 的领军者，从产品上能够赋能企业从产品研发、生产制造、进存销、中后台管理的全流程数字化，从生态上拥有“精智”工业互联网平台引领产业上云，有望成为下一个阶段我国企业数字化的引领者。

➤ **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 11.0、12.2、16.3 亿元，当前市值对应 21 年 PE 为 113、101、76 倍，当前市值对应 21/22 年 PS 为 13/10 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 21/22 年 PS 均值为 21/16 倍，公司的 PS 估值具备提升空间。故维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**经济下行压力加大致企业 IT 支出下滑；行业竞争加剧致毛利率下滑；重磅产品 YonBIP 研发推广进度不及预期。

推荐
维持评级
当前价格：
37.80 元

分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：18817739265

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

- 1.用友网络(600599)点评报告：用友网络：数字中国的先锋
- 2.用友网络(600588)2021 季报点评：云业务增速与质量均有所提升，期待 Q4 表现
- 3.用友网络(600588):上半年交出亮眼答卷，加速抢占大企业市场
- 4.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
- 5.用友网络(600588):云转型成果靓丽，精细化管理推动利润大增

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	9,640	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	1,098	1,218	1,631
增长率(%)	-16.4	11.0	11.0	33.9
每股收益(元)	0.31	0.34	0.37	0.50
PE	122	113	101	76
PB	19.0	14.3	12.5	10.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 1 月 25 日收盘价)

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	9,640	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	1,832	2,368	2,844
EBIT	1,093	1,219	1,331	1,750
财务费用	110	51	35	14
资产减值损失	-47	-50	-60	-70
投资收益	75	386	125	150
营业利润	1,121	1,168	1,296	1,736
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	1,126	1,168	1,296	1,736
所得税	75	70	78	104
净利润	1,051	1,098	1,219	1,632
归属于母公司净利润	989	1,098	1,219	1,632
EBITDA	1,450	1,558	1,669	2,059

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,605	7,236	9,301	11,511
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	10,596	13,377	16,211
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	735	720	750
非流动资产合计	8,177	8,088	8,075	8,146
资产合计	16,950	18,684	21,452	24,358
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	9,645	10,864	12,496
负债和股东权益合计	16,950	18,684	21,452	24,358

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.18	13.08	29.29	20.08
EBIT 增长率	18.82	11.46	9.22	31.47
净利润增长率	-16.43	11.04	11.02	33.90
盈利能力 (%)				
毛利率	61.05	63.00	64.00	65.00
净利润率	12.33	11.39	9.78	10.90
总资产收益率 ROA	5.83	5.88	5.68	6.70
净资产收益率 ROE	13.11	12.70	12.36	14.20
偿债能力				
流动比率	1.10	1.23	1.32	1.42
速动比率	1.00	1.13	1.21	1.31
现金比率	0.71	0.84	0.92	1.01
资产负债率 (%)	49.57	48.38	49.36	48.70
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	0.52	0.58	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.34	0.37	0.50
每股净资产	2.31	2.64	3.01	3.51
每股经营现金流	0.49	0.49	0.73	0.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	122	113	101	76
PB	19.0	14.3	12.5	10.8
EV/EBITDA	96.75	76.27	69.96	55.64
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,051	1,098	1,219	1,632
折旧和摊销	357	339	338	309
营运资金变动	-118	130	432	170
经营活动现金流	1,613	1,603	2,372	2,547
资本开支	-575	-250	-325	-380
投资	-537	0	0	0
投资活动现金流	-894	136	-200	-230
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	1,632	2,065	2,210

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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