

2022 年 08 月 21 日

用友网络 (600588.SH)

发布 2022 年中报，强产品和占市场齐头并进

■事件概述

2022 年 8 月 21 日，公司发布 2022 年半年度报告，22H1 实现营业收入 35.37 亿元，同比增长 11.3%。其中，软件和云业务实现收入 35.11 亿元，同比增长 19.0%，金融业务实现收入 0.26 亿元，占比逐渐降低。单 Q2 来看，实现软件和云业务收入 22.41 亿元，同比增长 18.40%，继续保持良好增长。22H1 公司实现归属于母公司股东净利润 2.56 亿元，单 Q2 实现归母净利润 1.37 亿元。我们认为，在疫情影响下公司上半年仍负重前行，整体业绩表现略超预期，维持了良好的增长态势，为下半年和全年的业务发展奠定了坚实基础。

■克服疫情影响收入良好增长，“强产品”下研发投入增长较快

克服疫情影响，Q2 收入保持良好增长。2022 年上半年，受上海、北京等多地疫情的影响，公司部分业务的商务洽谈及签约延迟、项目实施交付延后，公司采取多种举措，最大限度克服疫情带来的不利干扰，实现了主营业务收入较快增长。公司 22H1 实现软件和云业务增长 19.0%，其中单 Q2 在疫情冲击下仍实现软件和云收入 18.40% 的增长，体现出公司较强的业务韧性。

云业务维持快速增长，收入结构继续优化。公司上半年实现云业务收入 22.99 亿元，同比增长 52.6%，占营业收入比重 65.0%，占比继续提升，公司云化转型继续推进，收入结构进一步优化。1) 合同负债来看，公司 22H1 合同负债 23.2 亿元，其中云业务合同负债 17.6 亿元，同比增长 41.4%，订阅相关合同负债 10.3 亿元，同比增长 57.5%，ARR 实现 16.8 亿元，同比增长 101.3%。2) 客户数来看，公司上半年新增云服务付费客户数 6.62 万家，累计付费客户数为 50.45 万家。3) 续费率来看，根据中报，上半年大型企业市场核心产品续费率达到 99.0%，中型企业客户市场核心产品续费率达到 82.4%。

“强产品”战略致研发投入增长较快，对利润端造成影响。从利润端来看，上半年较去年同期由盈转亏，我们认为主要是两个原因。一个是非常性损益同期减少约 3.45 亿元，主要是去年同期处置北京畅捷通支付等子公司股权产生的投资收益等影响，今年上半年没有该类收益。另一方面，公司上半年研发投入 13.17 亿元，同比增长 38.1%，主要系公司持续加大研发投入，落实“强产品”关键任务，增强云服务产品的平台、核心应用和生态融合能力。公司对研发的持续加大投入尽管对当期利润业绩有一定影响，且研发投入对业绩释放具有一定的滞后性，但系公司的战略性投入，为公司业绩的未来增长打下了坚实基础。

■超大型客户陆续突破，积极把握数智化和国产化机遇

政策驱动国央企等超大型企业开启数智化转型。2022 年 3 月 2 日，国资委官网发布《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》，提出“推动财务管理从信息化向数字化、智能化转型”。3 月 16 日，国资委官网发布成立科技创新局的公告。6 月 23 日，国资委以视频方式组织召开 2022 年国资监管信息化工作会议，提出“着力提升国资央企数字化智能化水平；以信息化体系建设为核心，大力推进国资央企云体系、大数据体系建设”。我们认为，以国央企为代表的大型企业数智化转型浪潮已经来临，未来大型企业在数智化转型上的资

公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价: **24.88 元**

股价 (2022-08-19) **20.39 元**

交易数据

总市值 (百万元)	70,016.63
流通市值 (百万元)	69,405.45
总股本 (百万股)	3,433.87
流通股本 (百万股)	3,403.90
12 个月价格区间	16.94/39.75 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.31	2.65	-38.19
绝对收益	-4.72	6.2	-43.13

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001
zhaoyang1@essence.com

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006
xiayt@essence.com.cn

相关报告

- 用友网络: 疫情影响下仍负重前行, Q2 业绩增长良好/赵阳 2022-07-15
- 用友网络: 业绩逐季改善, 大中型市场齐发力/赵阳 2022-05-05
- 用友网络: 云战略成果显现, 把握大型企业数智化浪潮/夏瀛韬 2022-03-21
- 用友网络: 国央企数智化浪潮已至, 回购坚定发展信心/夏瀛韬 2022-03-14
- 用友网络: Q3 业绩符合预期, 静待 Q4 表现/黄净 2021-10-31

千万以上订单增长较快，超大型客户陆续突破。根据中报，22H1 公司千万以上项目签约金额实现同比增长 61%，成功签约了中国联通、中船集团、中国兵器、中国广电、中国移动、中国星网、三峡集团、中盐集团、中国融通、南方航空 10 家央企一级统签项目，签约了中国银行、中信银行、人保集团、南山控股、锦州钼业等多个信创国产化项目，信创国产替代项目累计签约超 350 家。除上述签约客户外，公司在电信与广电、金融、烟草等垂直行业数智化解决方案的业务推广顺利，中标签约了一批超大型集团，成功签约中国电信、中国广电、中国烟草总公司、中国卷烟销售公司、上海烟草、云南烟草、湖北烟草、中国农业发展银行、中国金币总公司、海康威视、华润雪花啤酒（中国）、vivo、东部机场、新疆建设兵团十一师等众多头部客户和行业标杆企业。

BIP 产品持续迭代，V3 版本即将发布。根据中报，公司面向大型客户的 BIP 产品进行了 20 次迭代（各产品每两周迭代上线），发布了 31 个全新应用，迭代了 30,183 个功能与特性，积极发展财务、人力、协同、采购、营销、制造、研发等 SaaS 服务，大力拓展创新业务服务（BaaS）和智能数据服务（DaaS），支撑与运营客户的商业创新，帮助企业客户实现数智化转型。在此基础上，用友网络自研多维引擎，实现 100% 自主安全可控，支持千亿级数据规模下的“多准则、多币种、主附表”快速合并，为企业客户提供稳固安全、自主可控的数智化平台服务，以实现敏捷发展的复杂应用，真正实现国产化价值替代。根据公司公众号披露，公司即将在 8 月 26-27 日的全球商业创新大会上，发布 YonBIP3 版本，为服务超大型客户提供新的产品和技术支撑。

■中小型客户市场加速发展，“占市场”战略持续推进

根据公司中报，22H1 公司实现中型企业市场软件和云收入 5.01 亿元，同比增长 34.8%，小微企业市场软件和云收入 3.38 亿元，同比增长 55.7%，均实现了远超公司整体的增长，公司“占市场”战略持续推进。根据中报，在中型市场方面，公司 YonSuite、U9 Cloud、U8 Cloud 三箭齐发，中型企业市场的产品竞争力得到结构性扭转。其中，面向成长型制造业企业的 U9 Cloud 新版发布上市，增强了包括智能工厂、智能连接、智能决策、IPO 助手以及行业深化应用的 5 大新特性，有力支撑中型及中大型制造企业的数智化转型。成功签约黑芝麻智能科技、昆山国力电子科技、沈冶重型装备（沈阳）、深圳东风汽车、盐城环宇汽车零部件制造、成都利君实业、湖北航宇嘉泰飞机设备等知名企业。我们认为，公司中小企业市场实现较快增长，U9C 产品持续拓展客户，体现出公司“占市场”战略的成果，未来有望进一步在中小型客户市场发力，从而建立起从大型、中型到小型客户的全面竞争优势。

■投资建议

用友作为国内企业级服务市场的龙头公司，有望受益于当前国央企的数智化转型需求，依托 BIP 战略级产品，实现向平台型、生态型企业转型的目标。我们预计公司 2022/23/24 年实现营业收入 106.8/134.1/173.7 亿元，同比增长 19.6%/25.6%/29.5%。实现归母净利润 8.2/11.3/15.8 亿元，同比增长 16.4%/37.3%/39.4%。维持买入-A 的投资评级，考虑到公司还在投入期，采用 PS 进行估值，给予 6 个月目标价为 24.88 元，相当于 2022 年的 8 倍动态市销率。

■风险提示：国内外疫情扩散；信息化投入不及预期；项目交付存在压力。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	8,524.6	8,931.8	10,679.5	13,411.9	17,373.4
净利润	988.6	707.8	824.2	1,131.2	1,576.9
每股收益(元)	0.30	0.22	0.24	0.33	0.46
每股净资产(元)	2.61	2.42	2.43	2.61	2.87

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	145.13	165.81	85.02	61.94	44.43
市净率(倍)	19.02	16.80	9.44	8.64	7.73
净利润率	11.6%	7.9%	7.7%	8.4%	9.1%
净资产收益率	13.4%	9.7%	11.4%	14.6%	18.4%
股息收益率	1.0%	1.0%	0.6%	0.6%	0.9%
ROIC	9.5%	6.9%	8.0%	10.5%	13.5%

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,524.6	8,931.8	10,679.5	13,411.9	17,373.4	成长性					
减:营业成本	3,320.6	3,461.2	4,117.1	5,143.6	6,628.2	营业收入增长率	0.2%	4.8%	19.6%	25.6%	29.5%
营业税费	98.8	106.2	127.0	159.5	206.6	营业利润增长率	-20.2%	-30.5%	15.7%	37.3%	39.4%
销售费用	1,536.5	2,027.5	2,349.5	2,883.5	3,648.4	净利润增长率	-16.4%	-28.4%	16.4%	37.3%	39.4%
管理费用	2,418.2	2,775.2	3,211.4	3,966.0	5,050.5	EBITDA增长率	-14.4%	-17.0%	-5.8%	28.9%	32.1%
财务费用	110.2	78.7	75.7	84.1	93.3	EBIT增长率	-19.0%	-31.3%	15.1%	35.2%	37.6%
资产减值损失	-265.3	354.8	308.2	409.8	519.0	NOPLAT增长率	-9.9%	-32.5%	16.2%	35.2%	37.6%
加:公允价值变动收益	52.3	9.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-13.7%	0.8%	-1.9%	7.7%	7.1%
投资和汇兑收益	75.0	360.2	108.0	129.6	142.6	净资产增长率	3.1%	-7.3%	5.1%	7.7%	10.1%
营业利润	1,120.6	778.7	901.3	1,237.1	1,724.5	利润率					
加:营业外净收支	5.6	-4.7	0.0	0.0	0.0	毛利率	61.0%	61.2%	61.4%	61.6%	61.8%
利润总额	1,126.2	774.0	901.3	1,237.1	1,724.5	营业利润率	13.1%	8.7%	8.4%	9.2%	9.9%
减:所得税	74.8	91.7	106.7	146.5	204.2	净利润率	11.6%	7.9%	7.7%	8.4%	9.1%
净利润	988.6	707.8	824.2	1,131.2	1,576.9	EBITDA/营业收入	18.7%	14.8%	11.7%	12.0%	12.2%
						EBIT/营业收入	14.5%	9.5%	9.1%	9.9%	10.5%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	106	100	82	61	45
货币资金	5,604.9	4,616.0	7,186.4	9,403.0	12,964.6	流动营业资本周转天数	126	114	88	92	91
交易性金融资产	230.4	281.4	281.4	281.4	281.4	流动资产周转天数	376	314	343	356	369
应收账款	1,360.7	1,885.8	1,410.8	1,994.3	2,416.5	应收账款周转天数	58	66	56	46	46
应收票据	432.8	185.1	221.3	277.9	359.9	存货周转天数	25	44	44	44	44
预付账款	95.5	131.6	157.4	197.6	256.0	总资产周转天数	738	700	639	589	539
存货	407.0	580.7	653.3	936.8	0.0	投资资本周转天数	460	443	363	312	258
其他流动资产	641.6	1.8	137.1	-20.1	1,278.0	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	13.4%	9.7%	11.4%	14.6%	18.4%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	5.8%	4.1%	4.1%	4.9%	5.6%
长期股权投资	2,472.7	2,552.6	2,552.6	2,552.6	2,552.6	ROIC	9.5%	6.9%	8.0%	10.5%	13.5%
投资性房地产						费用率					
固定资产	2,432.2	2,472.9	2,325.5	2,188.7	2,059.9	销售费用率	18.0%	22.7%	22.0%	21.5%	21.0%
在建工程	75.1	56.3	118.7	169.3	210.7	管理费用率	28.4%	31.1%	30.1%	29.6%	29.1%
无形资产	784.9	1,862.1	2,240.4	2,675.4	3,175.7	财务费用率	1.3%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%
其他非流动资产	2,412.6	2,703.0	2,793.2	2,524.2	2,527.0	三费/营业收入	47.7%	54.7%	52.8%	51.7%	50.6%
资产总额	16,950.3	17,329.3	20,078.1	23,181.2	28,082.4	偿债能力					
短期债务	2,420.4	2,802.3	3,853.0	4,838.8	6,268.0	资产负债率	49.6%	54.3%	58.5%	61.3%	64.8%
应付账款	2,579.6	2,712.3	3,469.6	4,112.8	5,476.5	负债权益比	98.3%	118.6%	140.9%	158.3%	184.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.10	0.92	0.94	1.00	1.03
其他流动负债	2,950.1	2,810.4	3,343.0	4,176.7	5,382.4	速动比率	1.05	0.87	0.89	0.95	0.97
长期借款	0.0	390.0	390.0	390.0	390.0	利息保障倍数	6.82	5.76	5.95	6.34	6.96
其他非流动负债	452.8	688.1	688.1	688.1	688.1	分红指标					
负债总额	8,403.0	9,403.1	11,743.8	14,206.4	18,205.0	DPS(元)	0.20	0.20	0.11	0.13	0.18
少数股东权益	1,004.3	938.8	909.2	868.6	812.1	分红比率	54.6%	65.8%	54.6%	54.6%	54.6%
股本	3,270.4	3,270.8	3,436.3	3,436.3	3,436.3	股息收益率	1.0%	1.0%	0.6%	0.6%	0.9%
留存收益	4,272.5	3,716.6	3,988.8	4,669.9	5,629.0						
股东权益	8,547.3	7,926.2	8,334.3	8,974.9	9,877.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,051.4	682.4	794.6	1,090.6	1,520.3	EPS(元)	0.30	0.22	0.24	0.33	0.46
加:折旧和摊销	309.3	397.9	268.0	283.6	301.7	BVPS(元)	2.61	2.42	2.43	2.61	2.87
资产减值准备	-265.3	354.8	308.2	409.8	519.0	PE(X)	145.13	165.81	85.02	61.94	44.43
公允价值变动损失	-52.3	-9.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	19.02	16.80	9.44	8.64	7.73
财务费用	110.2	78.7	75.7	84.1	93.3	P/FCF	-310.98	115.37	22.99	29.22	16.75
投资损失	-75.0	-360.2	-108.0	-129.6	-142.6	P/S	16.83	13.14	6.56	5.22	4.03
少数股东损益	62.8	-25.4	-29.6	-40.6	-56.6	EV/EBITDA	91.65	91.18	58.34	45.38	34.32
营运资金的变动	472.0	184.4	1,126.3	569.9	1,180.2	CAGR(%)	27.1%	-22.7%	-8.7%	26.4%	38.3%
经营活动产生现金流量	1,613.0	1,303.6	2,435.3	2,267.8	3,415.4	PEG	-8.83	-5.84	5.17	1.66	1.13
投资活动产生现金流量	-893.6	-1,230.1	-453.3	-502.9	-572.0	ROIC/WACC	0.96	0.70	0.81	1.07	1.37
融资活动产生现金流量	-2,315.5	-587.8	588.4	451.6	718.2	REP	14.12	15.96	8.39	5.94	4.32

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034