

2022年05月05日

用友网络 (600588.SH)

业绩逐季改善，大中型市场齐发力

■事件概述

公司近日发布 2022 年一季报,22Q1 实现营业收入 12.79 亿元,同比增长 5.39%,其中,公司主营的云服务与软件业务实现收入 12.70 亿元,同比增长 20.1%。22Q1 实现归母净利润-3.93 亿元,较 21Q1 亏损增加 3.80 亿元。公司 22Q1 亏损增加,主要由于 21Q1 公司处置畅捷支付,使得 21Q1 实现投资收益 2.87 亿元,22Q1 投资收益同比减少 2.62 亿元,高基数下 22Q1 亏损扩大。总体来看,我们认为公司 22Q1 收入端略超预期,全年我们对公司业务发展保持信心。

■大中型市场齐发力,22Q1 表现良好,云业务加速发展

从收入拆分来看,根据公司一季报披露,22Q1 公司实现软件+云收入 12.70 亿元,同比增长 20.1%,2021 年增速为 15.7%,呈现加速趋势。其中企业客户实现软件+云收入 11.78 亿元,同比增长 27.6%,政府及公共组织客户实现软件+云收入 0.92 亿元,受疫情和政府开支影响,同比下降 31.8%。从企业客户的拆分来看,大型企业实现软件+云收入 8.14 亿元,同比增长 19.9%,2021 年增速为 17.0%。中型企业实现软件+云收入 2.03 亿元,同比增长 42.2%,2021 年增速为 13.0%。公司 22Q1 在大中型企业市场实现了良好的业绩增长,为整体业务的加速发展奠定了坚实的基础。

从产品维度来看,公司 22Q1 面向大型企业发布了用友 BIP 全新商旅及费控服务产品,助力大中型企业实现便捷商旅、智能费控;推出建筑综合项目管理、医药行业云服务产品。公司在大型企业市场,除了为客户打造传统稳态的 ERP 软件,还开发了更多面向企业对外连接的敏态应用,真正实现从产品到商业模式上的云化转型。面向中型企业,公司 YonSuite 产品升级迭代推出系列新服务,基于 YonSuite 客户特征,形成了软件与信息技术服务、日化、专业技术服务等行业解决方案。根据一季报披露,22Q1 公司 YonSuite 产品的收入、合同负债、签约等指标均实现翻倍式增长。此外,公司面向成长型制造业企业的 U9 Cloud 企业版、标准版、智能工厂、移动应用等产品持续研发创新,产品功能进一步扩展,有力支撑中型及中大型制造企业的数智化转型。

从云业务的发展来看,1) 云业务收入:根据一季报披露,22Q1 公司实现云业务收入 7.49 亿元,同比增长 45.1%。其中,大型企业云收入 4.72 亿元,同比增长 29.1%;中型企业云收入 0.89 亿元,同比增长 165.6%;小微企业 SaaS 订阅收入 0.85 亿元,同比增长 94.8%。2) 云合同负债:根据一季报,公司 22Q1 实现云合同负债 17.15 亿元,同比 21Q1 增长 39.5%。其中订阅相关的合同负债实现 9.61 亿元,同比 21Q1 增长 95.5%,较 2021 年底增长 13.4%。3) 续费率:根据一季报,22Q1 公司大型客户云服务的续费率为 108%,较 2021 年底的 103%有所提升;中型客户续费率 84%,2021 年底为 73%;小微企业续费率 73%,2021 年底为 83%,主要受疫情影响较大。

■大型企业数智化转型浪潮已至,公司积极布局

政策驱动国央企为代表的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

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: **25.10 元**
 股价 (2022-04-29) **19.14 元**

交易数据

总市值 (百万元)	65,742.29
流通市值 (百万元)	62,040.49
总股本 (百万股)	3,434.81
流通股本 (百万股)	3,241.40
12 个月价格区间	16.94/41.39 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.02	-35.82	-30.39
绝对收益	-16.2	-45.17	-41.99

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: 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
- 用友网络: 用友未来几年发展的核心逻辑是 S 国产替代/吕伟 2021-08-19
- 用友网络: 转型成效明显, 云收入占比显著提升/胡又文 2021-04-29

发布成立科技创新局的公告。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本开支有望提升。从公司大型客户的拓展来看，根据一季报，22Q1 公司成功中标签约一批超大型集团，在金融、烟草、汽车、电信和广电等垂直行业数智化解决方案的业务推广顺利，除三峡集团、中盐集团外，还签约了中国船燃集团、中国金币总公司、麒麟软件、中国农业银行、中国人寿养老保险、国家开发银行、中国银行、甘肃烟草、贵州烟草、安徽中烟、陕西汉德车桥、中国联通、中国星网等多家行业头部和标杆客户。我们认为大型企业的数智化转型和国产化替代为公司带来了良好的发展机遇，也为公司的业绩增长构筑了基石。

■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 107.8/137.5/179.5 亿元，同比增长 20.7%/27.5%/30.5%。实现归母净利润 8.6/12.0/16.8 亿元，同比增长 21.3%/39.3%/40.1%。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 25.10 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
主营业务收入	8,524.6	8,931.8	10,783.9	13,754.5	17,947.6
净利润	988.6	707.8	858.4	1,195.4	1,674.7
每股收益(元)	0.30	0.22	0.25	0.35	0.49
每股净资产(元)	2.61	2.42	2.43	2.63	2.91

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	145.13	165.81	76.62	55.02	39.27
市净率(倍)	19.02	16.80	8.82	8.03	7.14
净利润率	11.6%	7.9%	8.0%	8.7%	9.3%
净资产收益率	13.4%	9.7%	11.9%	15.3%	19.3%
股息收益率	1.0%	1.0%	0.6%	0.7%	1.0%
ROIC	9.5%	6.9%	8.3%	11.1%	14.2%

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	10,783.9	13,754.5	17,947.6	成长性					
减:营业成本	3,320.6	3,461.2	4,157.4	5,275.1	6,847.3	营业收入增长率	0.2%	4.8%	20.7%	27.5%	30.5%
营业税费	98.8	106.2	128.3	163.6	213.5	营业利润增长率	-20.2%	-30.5%	20.5%	39.3%	40.1%
销售费用	1,536.5	2,027.5	2,340.1	2,915.9	3,715.1	净利润增长率	-16.4%	-28.4%	21.3%	39.3%	40.1%
管理费用	2,418.2	2,775.2	3,242.8	4,067.3	5,217.5	EBITDA增长率	-14.4%	-17.0%	-3.0%	30.6%	33.0%
财务费用	110.2	78.7	75.7	84.2	93.8	EBIT增长率	-19.0%	-31.3%	19.5%	37.2%	38.4%
资产减值损失	-265.3	354.8	314.7	421.6	537.8	NOPLAT增长率	-9.9%	-32.5%	20.6%	37.2%	38.4%
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%	-1.8%	8.0%	7.6%
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%	5.6%	8.2%	10.6%
营业利润	1,120.6	778.7	938.7	1,307.4	1,831.5	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	938.7	1,307.4	1,831.5	营业利润率	13.1%	8.7%	8.7%	9.5%	10.2%
减:所得税	74.8	91.7	111.2	154.8	216.9	净利润率	11.6%	7.9%	8.0%	8.7%	9.3%
净利润	988.6	707.8	858.4	1,195.4	1,674.7	EBITDA/营业收入	18.7%	14.8%	11.9%	12.2%	12.4%
						EBIT/营业收入	14.5%	9.5%	9.4%	10.1%	10.7%
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	81	60	43
货币资金	5,604.9	4,616.0	7,302.5	9,747.1	13,515.1	流动营业资本周转天数	126	114	89	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	346	359	371
应收账款	1,360.7	1,885.8	1,443.0	2,049.1	2,507.6	应收账款周转天数	58	66	56	46	46
应收票据	432.8	185.1	223.4	285.0	371.8	存货周转天数	25	44	44	44	44
预付账款	95.5	131.6	158.9	202.7	264.5	总资产周转天数	738	700	636	582	533
存货	407.0	590.3	675.2	967.5	0.0	投资资本周转天数	460	443	360	305	251
其他流动资产	641.6	-7.9	127.0	-22.2	1,320.0	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%	11.9%	15.3%	19.3%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	5.8%	4.1%	4.2%	5.1%	5.8%
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%	8.3%	11.1%	14.2%
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%	21.7%	21.2%	20.7%
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	2,793.3	2,524.4	2,527.4	三费/营业收入	47.7%	54.7%	52.5%	51.4%	50.3%
资产总额	16,950.3	17,329.3	20,241.9	23,621.1	28,786.7	偿债能力					
短期债务	2,420.4	2,802.3	3,890.6	4,962.4	6,475.2	资产负债率	49.6%	54.3%	58.7%	61.7%	65.2%
应付账款	2,579.6	2,712.3	3,530.1	4,246.0	5,660.2	负债权益比	98.3%	118.6%	141.9%	161.0%	187.5%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.10	0.92	0.95	1.00	1.03
其他流动负债	2,950.1	2,810.4	3,375.7	4,283.4	5,560.3	速动比率	1.05	0.87	0.89	0.95	0.98
长期借款	0.0	390.0	390.0	390.0	390.0	利息保障倍数	6.82	5.76	6.15	6.56	7.18
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	11,874.6	14,570.0	18,773.8	DPS(元)	0.20	0.20	0.11	0.14	0.19
少数股东权益	1,004.3	938.8	908.0	865.1	805.0	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%	0.7%	1.0%
留存收益	4,272.5	3,716.6	4,023.0	4,749.7	5,771.6						
股东权益	8,547.3	7,926.2	8,367.3	9,051.1	10,012.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						净利润	1,051.4	682.4	827.6	1,152.6	1,614.7
						加:折旧和摊销	309.3	397.9	268.0	283.6	301.7
						资产减值准备	-265.3	354.8	314.7	421.6	537.8
						公允价值变动损失	-52.3	-9.0	0.0	0.0	0.0
						财务费用	110.2	78.7	75.7	84.2	93.8
						投资损失	-75.0	-360.2	-108.0	-129.6	-142.6
						少数股东损益	62.8	-25.4	-30.8	-42.9	-60.1
						营运资金的变动	472.0	184.4	1,166.5	659.2	1,228.5
						经营活动产生现金流量	1,613.0	1,303.6	2,513.7	2,428.6	3,573.9
						投资活动产生现金流量	-893.6	-1,230.1	-453.3	-502.9	-572.0
						融资活动产生现金流量	-2,315.5	-587.8	626.1	518.8	766.2
						业绩和估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						EPS(元)	0.30	0.22	0.25	0.35	0.49
						BVPS(元)	2.61	2.42	2.43	2.63	2.91
						PE(X)	145.13	165.81	76.62	55.02	39.27
						PB(X)	19.02	16.80	8.82	8.03	7.14
						P/FCF	-291.92	108.29	20.79	24.87	14.87
						P/S	16.83	13.14	6.10	4.78	3.66
						EV/EBITDA	91.65	91.18	53.27	40.88	30.71
						CAGR(%)	27.1%	-22.7%	-6.8%	30.0%	39.7%
						PEG	-8.83	-5.84	3.60	1.40	0.98
						ROIC/WACC	0.96	0.70	0.85	1.13	1.45
						REP	14.10	15.93	7.58	5.29	3.82

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： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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