

用友网络 (600588.SH)

战略投入加大，核心订阅率提升

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,932	9,262	11,035	13,518	16,552
增长率 yoy (%)	4.7	3.7	19.2	22.5	22.4
归母净利润 (百万元)	708	219	474	757	1,210
增长率 yoy (%)	-28.2	-69.0	116.1	59.8	59.9
ROE (%)	8.6	1.8	3.8	5.9	8.9
EPS 最新摊薄 (元)	0.21	0.06	0.14	0.22	0.35
P/E (倍)	102.5	331.0	153.1	95.9	59.9
P/B (倍)	10.4	6.3	6.2	6.1	5.7

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 用友网络发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年, 公司实现营业收入 92.62 亿元, 同比增长 3.69%; 归母净利润 2.19 亿元, 同比下降 69.03%。2023 年第一季度, 公司实现营业收入 14.75 亿元, 同比增长 15.29%; 归母净利润 -3.97 亿元, 同比下降 0.92%。

整体业绩承压, 云服务业务快速增长。 2022 年, 公司在前三季度实现了云服务与软件业务收入的较快增长, 在占公司全年业绩比重最大的第四季度, 客观环境的扰动叠加部分客户行业景气度下行, 对公司第四季度和全年收入增速产生较大影响。2022 年全年, 公司主营的云服务与软件业务实现收入 92.01 亿元, 同比增长 6.5%, 其中, 云服务业务保持较快增长, 实现收入 63.53 亿元, 同比增长 19.4%, 总营收占比提升 9pct 至 68.6%, 已成为公司主要收入来源。软件业务继续战略收缩, 2022 年实现收入 28.48 亿元, 同比下降 14.2%。受收入增速不高、持续加大战略投入与业务结构升级等影响, 公司归属于上市公司股东的净利润为 2.19 亿元, 同比下降 69.0%。

分层经营各市场业务稳健增长, 核心产品续费率持续提升。 2022 年, 公司向大型、中型和小微企业的企业客户市场业务保持稳健增长, 云服务与软件业务实现收入 80.78 亿元, 同比增长 9.6%。其中, 针对大型企业客户市场, 公司抢抓企业数智化与信创国产化市场机遇, 云服务与软件业务收入 62.51 亿元, 同比增长 6.5%, 云服务核心产品续费率达 105.5%; 针对中型企业客户市场, 公司加快推进云转型, 战略增强公有云订阅业务, 云服务与软件业务收入 11.42 亿元, 同比增长 25.8%, 云服务核心产品续费率达 82.0%; 针对小微企业客户市场, 实现云服务与软件业务收入 6.85 亿元, 同比增长 15.0%, 云服务业务累计付费企业用户数达到 50.3 万。

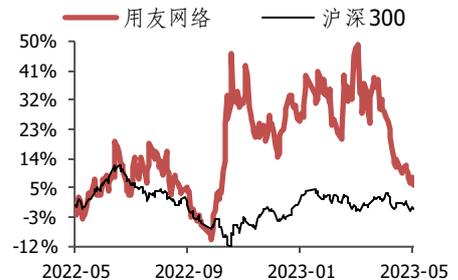
持续加大战略投入, 为未来业绩增长打下关键基础。 公司抢抓企业数智化与信创国产化的历史性发展机遇, 持续加大战略投入。一方面, 公司加大研发投入, 2022 年公司研发投入 29.30 亿元, 同比增长 24.5%, 占营业收入的 31.6%。另一方面, 公司加快高级人才的引进, 2022 年公司员工数量为 25,383 人, 较 2021 年末增加 4385 人, 其中研发人员数量已超过 9000 名, 占公司员工总数的 35.7%。我们认为, 公司持续加大对研发的战略投入有利于提升产品竞争力, 进一步抢占市场份额, 并为未来业绩增

增持 (首次评级)

股票信息

行业	计算机
2023 年 5 月 16 日收盘价 (元)	20.08
总市值 (百万元)	68,937.09
流通市值 (百万元)	68,613.31
总股本 (百万股)	3,433.12
流通股本 (百万股)	3,417.00
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,167.74

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cqws.com

相关研究

长打下坚实基础。

订阅优先策略见成效，生态伙伴发展策略加速推进。公司注重业务收入结构的高质量升级，全面贯彻订阅优先策略，成效显著。2022年，公司合同负债实现 24.6 亿元，同比增长 14.4%。其中，云服务业务相关合同负债实现 19.2 亿元，同比增长 21.5%，订阅相关合同负债实现 13.2 亿元，同比增长 55.8%，公司云服务业务 ARR 实现 20.4 亿元，同比增长 23.8%。此外，公司积极培养专业服务生态伙伴交付能力，后续公司将逐步加大实施与客户化开发交付的分签比例，进一步推动业务收入结构向更高质量转型。

投资建议：公司云服务业务增长稳健，研发战略投入持续加大，产品全面突破领先。在数智化与信创国产化市场的战略机遇下，我们看好公司生态伙伴发展策略对收入结构高质量转型的助力作用。预测公司 2023-2025 年实现营收 110.35 亿元、135.18 亿元、165.52 亿元；归母净利润 4.74 亿元、7.57 亿元、12.10 亿元；EPS 0.14、0.22、0.35，PE 153X、96X、60X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产品市场效果不及预期；生态扩展成效不及预期；市场竞争加剧；人员成本过高。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7682	12387	12803	15827	16971
现金	4616	8304	9722	10837	12483
应收票据及应收账款	1440	2252	1158	3033	2294
其他应收款	185	230	561	344	670
预付账款	132	151	105	231	195
存货	407	531	603	739	854
其他流动资产	903	918	655	643	476
非流动资产	9647	11168	11801	12910	13973
长期股权投资	2553	2735	3052	3423	3701
固定资产	2473	2376	2748	3279	3903
无形资产	1862	2924	3049	3200	3405
其他非流动资产	2759	3133	2953	3008	2963
资产总计	17329	23555	24605	28737	30943
流动负债	8325	9574	10563	14597	16162
短期借款	2733	3355	3355	7833	7858
应付票据及应付账款	654	832	885	1193	1247
其他流动负债	4938	5387	6323	5571	7057
非流动负债	1078	1463	1237	1094	953
长期借款	390	826	675	534	393
其他非流动负债	688	637	561	560	560
负债合计	9403	11037	11800	15691	17115
少数股东权益	939	1057	1076	1092	1107
股本	3271	3434	3434	3434	3434
资本公积	892	5852	5852	5852	5852
留存收益	3489	3369	3539	3787	4174
归属母公司股东权益	6987	11461	11729	11953	12721
负债和股东权益	17329	23555	24605	28737	30943

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1304	286	2922	-1157	3823
净利润	682	225	492	773	1225
折旧摊销	473	579	453	532	631
财务费用	79	-12	39	140	206
投资损失	-360	-110	-208	-189	-217
营运资金变动	-42	-471	2449	-2090	2341
其他经营现金流	471	75	-304	-324	-363
投资活动现金流	-1230	-3853	-948	-1399	-1422
资本支出	1030	1557	889	1257	1412
长期投资	209	-2130	-317	-371	-278
其他投资现金流	-410	-166	257	228	268
筹资活动现金流	-588	4928	-554	-807	-780
短期借款	357	622	0	4478	25
长期借款	390	436	-151	-142	-141
普通股增加	0	163	0	0	0
资本公积增加	-204	4960	0	0	0
其他筹资现金流	-1131	-1253	-404	-5143	-664
现金净增加额	-516	1375	1419	-3364	1621

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8932	9262	11035	13518	16552
营业成本	3461	4041	4797	5729	6771
营业税金及附加	106	106	133	159	195
营业费用	2027	2235	2761	3309	3800
管理费用	1072	1117	1416	1526	1725
研发费用	1704	1754	2269	2750	3567
财务费用	79	-12	39	140	206
资产和信用减值损失	-174	-65	-100	-139	-190
其他收益	288	306	310	295	300
公允价值变动收益	9	34	83	44	42
投资净收益	360	110	208	189	217
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	779	251	538	850	1356
营业外收入	6	4	11	11	8
营业外支出	11	9	12	12	11
利润总额	774	247	537	849	1353
所得税	92	22	45	76	129
净利润	682	225	492	773	1225
少数股东损益	-25	6	19	17	15
归属母公司净利润	708	219	474	757	1210
EBITDA	1300	835	961	1445	2138
EPS (元/股)	0.21	0.06	0.14	0.22	0.35

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	4.7	3.7	19.2	22.5	22.4
营业利润 (%)	-30.3	-67.7	114.3	58.0	59.5
归属母公司净利润 (%)	-28.2	-69.0	116.1	59.8	59.9
获利能力					
毛利率 (%)	61.2	56.4	56.5	57.6	59.1
净利率 (%)	7.6	2.4	4.5	5.7	7.4
ROE (%)	8.6	1.8	3.8	5.9	8.9
ROIC (%)	6.8	1.4	2.8	4.0	6.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.3	46.9	48.0	54.6	55.3
净负债比率 (%)	-10.3	-26.5	-38.9	-13.4	-25.3
流动比率	0.9	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	7.7	5.4	7.2	7.1	6.9
应付账款周转率	5.7	5.4	5.6	5.5	5.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.06	0.14	0.22	0.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.38	0.08	0.85	-0.34	1.11
每股净资产 (最新摊薄)	2.04	3.34	3.42	3.48	3.71
估值比率					
P/E	102.5	331.0	153.1	95.9	59.9
P/B	10.4	6.3	6.2	6.1	5.7
EV/EBITDA	55.7	84.2	71.3	49.6	32.7

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686