



买入（维持）

所属行业：计算机/计算机应用
当前价格(元)：26.19
合理区间(元)：95.50-105.50

证券分析师

赵伟博

资格编号：S0120521090001

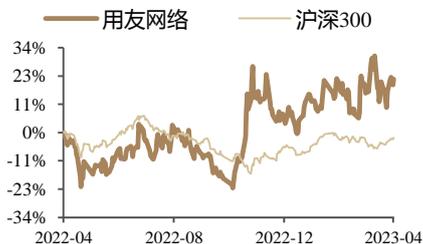
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

陈嵩

邮箱：chensong3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.63	1.91	7.91
相对涨幅(%)	1.28	1.02	4.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《用友网络(600588.SH) 22Q3 业绩点评：“云+软件”增速稳健，投入加码把握信创国产化提速机遇，23 年收入/费用“剪刀差”反转，利润弹性可期》，2022.11.7
- 《用友网络(600588.SH) 中报点评：22Q2 盈利回暖显著，重磅新品推出在即，高端领域深层次国产替代可期》，2022.8.22
- 《用友网络(600588.SH)：云转型助力大客户市场突破，平台化生态造就第二成长曲线》，2022.7.20

用友网络(600588.SH) 22 年年报点评：收入、利润符合预期，人员规模平稳，23 年“人效大年+央国企信创提速+AI 赋能”步入成长新周期

投资要点

- 业绩简述：**22 全年公司实现收入 92.6 亿（同比+3.7%），归母净利润/扣非归母净利润分别为 2.2/1.5 亿，同比分别-69%/-64%；毛利率为 56.4%，同比-4.9pcts（技术服务及培训毛利率为 37%，同比-8pcts 为毛利率承压主因，公司为培养专业服务生态伙伴的交付能力，营业成本出现较大幅度增长，随着生态伙伴实施/定制化开发能力提升+公司实施/开发分签比例提升，看好毛利率回暖）。“云+软件”实现收入 92 亿（同比+6.5%）；大型/中型/小微/政府与其它公共组织收入分别为 62.5/11.4/6.8/11.2 亿，同比分别+6%/26%/15%/-11%；销售商品、提供劳务收现 89 亿（同比+1%），经营活动现金流量净额为 2.9 亿（同比-78%，主因系支付给员工的付现薪酬成本 58 亿，同比增加约 10 亿），研发资本化金额 14 亿，资本化率约 48%（同比+12pcts）；激励费用约 0.2 亿（21 年约 2 亿）；人员同比增长 21%；收入/利润符合预期。
- 关于 22Q4：**公司实现收入 36.7 亿（同比-8%；“云+软件”收入为 36.5 亿），归母净利润/扣非归母净利润分别为 7.6/6.9 亿，同比分别+31%/18%；大型/中型/小微/政府与其它公共组织“云+软件”收入分别为 24.6/4.0/1.9/6.0 亿，同比分别-9%/18%/-17%/-14%。22Q4 业绩承压的主因或为年末疫情反复对订单的落地及项目实施、交付带来了一定负面影响。
- 前瞻性经营指标改善，人员规模趋于平稳，23 年有望迎来“收入/费用”剪刀差反转：**22Q4 末公司合同负债规模约 24 亿，同比+14%；全年云服务业务 ARR 为 20.4 亿（同比+24%），云服务累计付费客户数达 57 万家（同比+30%）；大型/中型企业核心产品续费率分别为 105.5%/82.0%（中型与 22H1 相当；大型企业 22H1 续费率为 99%）；ISV 生态合作伙伴数量近 2500 家（同比增长 150%+）；22Q4 人员规模为 25383 人，环比 22Q3 基本持平，较之 21 年销售/技术/实施人员均增加约 1300-1400 人，23 年公司人员规模预计平稳，聚焦人效提升；“前瞻指标转好+降本增效持续推进+信创提速背景下，订单景气度提振”多重催化，看好用友 23 年兑现收入/利润增长潜力。
- 深度受益大模型发展，产品数智化水平迎变革：**企业服务是大模型 ToB 端落地的核心场景（微软 Dynamics 365 Copilot 就是个典型例子）；用友 BIP3 其实已经沉淀了许多 AI 能力，建立了超 2300 个企业服务应用模型、超 70 个的主题化 AI 大模型、超 1000 个的開箱即用机器人，基于这些模型诞生的数智应用服务超过 300 个，这些数智服务分布在财务、人力、采购、制造、营销等业务领域，帮助企业建立展现级、分析级、控制级、决策级、创新级的全面数智能力，充分体现 BIP3 在 AI 和大数据赋能方面的智能化优势。公司业绩说明会披露，用友作为文心一言首批合作伙伴已在积极内测中，并且正在规划例如“数字财务总监”（通过 IM 与“数字财务总监”对话，领导可以实时了解公司财务指标，甚至协助做各类财务预测）；数字商旅秘书（通过对话形式，协助员工安排机酒/规划行程），商业模式上可能是基于功能使用时长/对话次数收费，场景可理解/生产力赋能明显/想象空间亦颇大。此外，公司也计划打造企业服务垂直领域的大模型，AI 赋能将助力用友 ARPU 值增长提速，有望迎来价值重估。
- 坚定看好公司业务的高成长性及经营品质，维持“买入评级”：**预计 23-25 年公司分别实现营收 115.6/150.0/198.9 亿元，归母净利润分别为 7.0/14.2/21.6 亿元，EPS 分别为 0.2/0.4/0.6 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**大型企业客户 IT 预算不及预期；云业务拓展进程不及预期；行业竞争加剧；信创及企业上云政策不及预期。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	3,433.00		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	3,416.87	营业收入(百万元)	8,932	9,262	11,563	15,001	19,885
52 周内股价区间(元):	16.73-28.22	(+/-)YOY(%)	4.8%	3.7%	24.8%	29.7%	32.6%
总市值(百万元):	89,910.21	净利润(百万元)	708	219	701	1,424	2,165
总资产(百万元):	23,555.10	(+/-)YOY(%)	-28.4%	-69.0%	219.7%	103.2%	52.1%
每股净资产(元):	3.34	全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.06	0.20	0.41	0.63
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	61.2%	56.4%	57.3%	58.7%	60.1%
		净资产收益率(%)	10.1%	1.9%	5.9%	11.7%	17.9%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.20	0.41	0.63
每股净资产	3.34	3.44	3.54	3.51
每股经营现金流	0.08	0.89	1.03	1.45
每股股利	0.10	0.32	0.65	0.99
价值评估(倍)				
P/E	410.23	128.31	63.16	41.54
P/B	7.84	7.61	7.41	7.45
P/S	9.71	7.78	5.99	4.52
EV/EBITDA	65.11	96.37	55.52	35.65
股息率%	0.4%	1.2%	2.5%	3.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	56.4%	57.3%	58.7%	60.1%
净利润率	2.4%	6.1%	9.5%	10.9%
净资产收益率	1.9%	5.9%	11.7%	17.9%
资产回报率	1.1%	2.9%	5.4%	7.3%
投资回报率	1.3%	4.6%	8.5%	12.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.7%	24.8%	29.7%	32.6%
EBIT 增长率	-63.0%	175.3%	88.8%	49.7%
净利润增长率	-69.0%	219.7%	103.2%	52.1%
偿债能力指标				
资产负债率	46.9%	48.2%	52.4%	57.8%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.0
现金比率	0.9	0.8	0.8	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	83.8	60.2	65.4	69.8
存货周转天数	48.0	45.8	45.6	46.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	3.8	5.8	10.7	17.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	219	701	1,424	2,165
少数股东损益	6	18	37	56
非现金支出	799	686	782	869
非经营收益	-122	-142	-205	-266
营运资金变动	-483	1,797	1,496	2,156
经营活动现金流	286	3,059	3,533	4,979
资产	-1,557	-809	-1,050	-1,392
投资	-2,130	0	0	0
其他	-166	121	133	146
投资活动现金流	-3,853	-689	-917	-1,246
债权募资	1,077	-826	0	-256
股权募资	5,347	0	0	0
其他	-1,496	-323	-1,029	-2,118
融资活动现金流	4,928	-1,149	-1,029	-2,373
现金净流量	1,375	1,221	1,587	1,360

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,262	11,563	15,001	19,885
营业成本	4,041	4,935	6,191	7,927
毛利率%	56.4%	57.3%	58.7%	60.1%
营业税金及附加	106	133	172	228
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	2,235	2,544	3,075	4,076
营业费用率%	24.1%	22.0%	20.5%	20.5%
管理费用	1,117	1,272	1,650	2,187
管理费用率%	12.1%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	1,754	2,197	2,775	3,679
研发费用率%	18.9%	19.0%	18.5%	18.5%
EBIT	314	866	1,634	2,445
财务费用	-12	-21	-73	-120
财务费用率%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	65	81	105	139
投资收益	110	121	133	146
营业利润	251	793	1,607	2,442
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	247	789	1,603	2,438
EBITDA	894	1,551	2,416	3,314
所得税	22	70	143	217
有效所得税率%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
少数股东损益	-6	-18	-37	-56
归属母公司所有者净利润	219	701	1,424	2,165

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,304	9,525	11,112	12,472
应收账款及应收票据	2,252	2,066	2,894	4,074
存货	531	619	773	1,009
其它流动资产	880	880	880	880
流动资产合计	12,387	13,587	16,297	19,256
长期股权投资	2,735	2,735	2,735	2,735
固定资产	2,376	1,624	1,175	1,110
在建工程	155	219	261	288
无形资产	2,838	3,650	4,325	4,886
非流动资产合计	11,168	11,292	11,560	12,084
资产总计	23,555	24,880	27,858	31,340
短期借款	3,355	3,355	3,355	3,355
应付票据及应付账款	832	921	1,200	1,550
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	214	214	214	214
流动负债合计	9,574	11,350	13,970	17,469
长期借款	826	0	0	0
其它长期负债	637	637	637	637
非流动负债合计	1,463	637	637	637
负债总计	11,037	11,987	14,607	18,106
实收资本	3,434	3,434	3,434	3,434
普通股股东权益	11,461	11,817	12,140	12,067
少数股东权益	1,057	1,075	1,111	1,167
负债和所有者权益合计	23,555	24,880	27,858	31,340

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

陈嵩：德邦证券计算机行业研究助理，北京大学计算机技术硕士，曾就职于东北证券。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。