

强烈推荐-A (维持)

用友网络 600588.SH

目标估值: N/A
当前股价: 44.78 元
2020年11月24日

拟分拆用友汽车独立上市, 强化业务激励示范

基础数据

上证综指	3414
总股本(万股)	327020
已上市流通股(万股)	325045
总市值(亿元)	1464
流通市值(亿元)	1456
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	53.3%
主要股东	北京用友科技有限公司
主要股东持股比例	28.35%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《用友网络(600588)—Q3云收入增长提速, 坚定看好大客户竞争优势》2020-10-31
- 2、《用友网络(600588)—云业务保持高增, 增量大客户渗透值得期待》2020-08-29
- 3、《用友网络(600588)—YonBIP全面发布, 用友向云原生蜕变》2020-08-10

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn
S1090518120002

研究助理

孟林

menglin@cmschina.com.cn

公司拟分拆汽车业务独立上市, 同时拟将所持有的畅捷通 7.10%股权转让给畅捷通员工持股平台, 我们认为均有利于对应业务综合竞争力的提升。公司是国内稀缺综合云服务龙头, 企业数字化转型及工业互联网核心受益标的, 维持强烈推荐。

- **事件:** 公司 11 月 23 日公告, 拟将其控股子公司用友汽车分拆至科创板上市, 分拆完成后公司仍将维持对用友汽车的控股权。此外, 公司拟将所持有的畅捷通 7.10%股权转让给畅捷通员工持股平台。
- **用友汽车分拆上市利于公司汽车业务线独立发展。** 用友汽车是公司面向汽车产业链客户提供数智化软件产品及云服务的控股子公司, 当前公司持股 75.76%。用友汽车的数智化软件产品及云服务围绕汽车相关客户群体的全生命周期以及造车、卖车和用车全场景, 融合了新一代数字技术的应用和集成创新, 助力客户实现数字化转型。我们认为, 如用友汽车分拆上市成功, 短期虽然会摊薄用友 EPS, 但长期看, 对子公司用友汽车而言, 独立上市有助于公司面向资本市场进行独立融资, 同时有助于提高其独立品牌影响力及员工的业务积极性, 用友汽车业务线的综合竞争力有望得以提升。
- **畅捷通股权激励推进利于公司小微企业云服务拓展。** 公司此次以 9.16 元/股价格向畅捷通持股平台合计转让 1,541.3 万股内资股(约占畅捷通总股本的 7.10%), 转让对价约 1.41 亿元, 转让后公司仍持有畅捷通约 61.85%股权。畅捷通是公司面向小微企业提供云服务业务的主要子公司, 产品全面打通小微企业的人、财、货、客管理, 覆盖客户生意全过程, 是公司云转型成效突出的代表之一。我们认为, 此次股权转让意味着公司对小微企业云业务的股权激励持续推进, 对畅捷通员工积极性的提升及云转型战略的推进将起到积极助推作用, 利于公司小微企业云服务业务的持续拓展。
- **“强烈推荐-A”投资评级。** 综合考虑云业务发展及 2021 年支付业务剥离等因素, 预计 20-22 年营收 91.34/104.37/142.18 亿元, 净利润 10.78/13.23/17.27 亿元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 云服务业务进展不达预期; 上述方案的实施具有不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	7703	8510	9134	10437	14218
同比增长	21%	10%	7%	14%	36%
营业利润(百万元)	943	1405	1278	1574	2060
同比增长	-26%	49%	-9%	23%	31%
净利润(百万元)	612	1183	1078	1323	1727
同比增长	-38%	93%	-9%	23%	30%
每股收益(元)	0.32	0.47	0.33	0.40	0.53
PE	140.3	94.8	135.8	110.7	84.8
PB	13.1	15.6	17.5	15.6	13.7

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 用友汽车关键利润表指标

	2020H1	2019Y	2018Y	2017Y
营业收入 (万元)	21,689	48,698	48,674	37,839
利润总额 (万元)	4,661	9,915	9,031	7,949
净利润 (万元)	4,386	9,266	8,484	7,139
净利润率	20.22%	19.03%	17.43%	18.87%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 用友网络重要控股子公司信息

公司简称	证券代码	市值 (亿元)	2020H1 直接持股比例	2019 年营业收入 (万元)	2019 年净利润 (万元)
畅捷通	1588.HK	27.5 (HKD)	68.94%	46,933	9,239
新道科技	833694.OC	6.8	57.84%	25,310	8,558
用友政务	-	-	77.49%	98,931	20,538
用友汽车	839951.OC	35.9	76.88%	48,698	9,266
用友金融	839483.OC	21.7	76.98%	38,069	6,158
用友力合	-	-	51.13%	64,200	6,674

资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8340	10168	11002	12593	15135
现金	5531	7147	7806	8980	10297
交易性投资	0	221	221	221	221
应收票据	115	133	143	163	223
应收款项	1390	1234	1304	1490	2029
其它应收款	393	456	490	560	762
存货	22	23	18	19	25
其他	889	953	1020	1160	1578
非流动资产	6881	7370	7613	7853	8090
长期股权投资	1703	1782	1782	1782	1782
固定资产	2073	2510	2932	3334	3715
无形资产	1842	1761	1585	1427	1284
其他	1263	1317	1314	1311	1309
资产总计	15221	17538	18615	20446	23225
流动负债	7348	9112	8870	9547	10794
短期借款	3156	4236	4000	4500	5000
应付账款	456	597	622	675	898
预收账款	1080	1268	1320	1433	1908
其他	2656	3012	2927	2939	2988
长期负债	221	132	132	132	132
长期借款	172	45	45	45	45
其他	49	87	87	87	87
负债合计	7569	9244	9002	9678	10926
股本	1918	2504	3270	3270	3270
资本公积金	2065	1279	1279	1279	1279
留存收益	2588	3389	3816	4816	6146
少数股东权益	1081	1122	1248	1402	1604
归属于母公司所有者权益	6571	7173	8366	9366	10695
负债及权益合计	15221	17538	18615	20446	23225

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2043	1533	965	1090	1328
净利润	612	1183	1078	1323	1727
折旧摊销	247	334	306	308	312
财务费用	119	153	193	191	211
投资收益	(101)	(287)	(648)	(648)	(648)
营运资金变动	980	49	(91)	(245)	(489)
其它	185	101	128	161	215
投资活动现金流	152	(183)	97	97	97
资本支出	(487)	(376)	(551)	(551)	(551)
其他投资	639	193	648	648	648
筹资活动现金流	(767)	(155)	(403)	(14)	(108)
借款变动	(836)	605	(326)	500	500
普通股增加	454	586	766	0	0
资本公积增加	(52)	(786)	0	0	0
股利分配	(220)	(479)	(651)	(323)	(397)
其他	(113)	(81)	(193)	(191)	(211)
现金净增加额	1428	1195	659	1173	1317

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7703	8510	9134	10437	14218
营业成本	2315	2942	3065	3325	4428
营业税金及附加	110	113	121	138	188
营业费用	1649	1634	1809	2066	2815
管理费用	1465	1389	1491	1704	2321
研发费用	1301	1630	1827	2087	2844
财务费用	110	118	193	191	211
资产减值损失	(294)	(172)	0	0	0
公允价值变动收益	0	235	0	0	0
其他收益	382	370	360	360	360
投资收益	101	288	288	288	288
营业利润	943	1405	1278	1574	2060
营业外收入	16	9	9	9	9
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	950	1404	1277	1573	2060
所得税	140	83	73	95	131
少数股东损益	198	138	126	155	202
归属于母公司净利润	612	1183	1078	1323	1727

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	21%	10%	7%	14%	36%
营业利润	-26%	49%	-9%	23%	31%
净利润	-38%	93%	-9%	23%	30%
获利能力					
毛利率	70.0%	65.4%	66.5%	68.1%	68.9%
净利率	7.9%	13.9%	11.8%	12.7%	12.1%
ROE	9.3%	16.5%	12.9%	14.1%	16.1%
ROIC	7.9%	11.1%	10.0%	10.7%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	49.7%	52.7%	48.4%	47.3%	47.0%
净负债比率	22.9%	24.9%	21.7%	22.2%	21.7%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	86.4	131.9	151.5	181.3	199.0
应收帐款周转率	4.9	5.9	6.5	6.7	7.3
应付帐款周转率	5.1	5.6	5.0	5.1	5.6
每股资料 (元)					
EPS	0.32	0.47	0.33	0.40	0.53
每股经营现金	1.07	0.61	0.30	0.33	0.41
每股净资产	3.43	2.86	2.56	2.86	3.27
每股股利	0.25	0.26	0.10	0.12	0.16
估值比率					
PE	140.3	94.8	135.8	110.7	84.8
PB	13.1	15.6	17.5	15.6	13.7
EV/EBITDA	122.7	86.9	80.1	68.7	55.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘玉萍：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，擅长研究框架提炼总结，2017 年加入招商证券研究所。

范晔蕊：计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

周翔宇：计算机行业分析师，一年计算机行业研究经验，三年中小市值行业研究经验，曾获新财富中小市值第二名。

孟林：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。