

用友网络(600588)

报告日期: 2023年08月23日

立企业之本，筑信创未来

——用友网络深度报告

投资要点

国内 ERP 领域领航企业，云服务成为拉动营收增长新引擎

用友网络以财务软件起家，2001 年上交所挂牌上市，在中国企业软件市场多年持续领先，2016 年用友 3.0 战略正式发布，坚定转型云服务业务。2022 年公司实现营收 92.62 亿，同比增长 3.69%，其中软件业务和云服务业务是公司两大核心业务，合计占比超过 99%，云业务占比 69%，同比增速为 19%。公司持续缩减软件业务收入占比，云服务业务已成为主要收入来源。

政策助力，信创国产化替代空间大

2022 年国资委 79 号文件明文规定 2027 年前完成 2+8+N 的党政与八大重点行业 100% 国产替代，替换范围包括芯片、基础软件以及应用软件。根据零壹智库数据显示，2021 年政策点名的 2+8+N 整体国产渗透率仅在 10% 左右，国产替代市场空间广阔：截至 2021 年末，我国信创产业规模达 6886.3 亿元，预测至 2025 年整体信创市场规模可达 2 万亿以上，奠定行业长线逻辑。

ERP 软件市场规模持续增长，上云成为行业共识

根据前瞻预测，未来 ERP 软件市场规模将持续增长，预计 2027 年中国 ERP 软件市场规模将达到 682 亿元左右，年均增速保持在 11% 左右水平，保持中高速增长，高于全球平均增速。

本土 ERP 厂商在中低端市场已占据主要份额，在中高端市场因技术壁垒问题，国产替代率较低，未来有较大空间。

云 ERP 可通过云端计算、低成本、快速部署、即租即用帮助企业免除硬软件投入并快速搭建企业管理架构，为用户节约成本的同时企业可以快速开拓市场，未来 ERP 产品将以云 ERP 为主。

三大法宝筑牢用友竞争优势

倾听客户：用友产品线丰富，采取分层经营的客户战略，对于大中小型企业、政府以及公共组织分别提供符合他们差异化需求的产品。

敬畏技术：用友在云领域拥有深厚的技术积累，提高核心竞争力，牢牢把握云技术话语权。

荣于生态：用友 BIP3 构建大规模生态，优化生态伙伴发展战略，为伙伴提供各种赋能平台。

盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 103.66/123.05/148.69 亿元，同比增速分别为 11.92%/18.70%/20.84%；对应归母净利润分别为 4.75/7.66/9.47 亿元，同比增速分别为 116.78%/61.26%/23.64%，对应 EPS 为 0.14/0.22/0.28 元，对应 PS 5.71/4.81/3.98 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观环境风险、政策推进不及预期风险、技术更迭不达预期风险

投资评级：买入(维持)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：s1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理：郑毅

zhengyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.31
总市值(百万元)	59,427.34
总股本(百万股)	3,433.12

股票走势图



相关报告

- 《回购显长期发展信心，产品打磨推进国产信创发展》
2023.06.09
- 《顺利推进业务组织升级，研发投入促进产业深化创新》
2023.04.29
- 《持续推进云转型，国产信创领航企业服务发展》
2023.03.25

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9261.74	10365.80	12304.67	14868.70
(+/-) (%)	3.69%	11.92%	18.70%	20.84%
归母净利润	219.17	475.12	766.18	947.33
(+/-) (%)	-84.61%	116.78%	61.26%	23.64%
每股收益(元)	0.06	0.14	0.22	0.28
P/S	6.39	5.71	4.81	3.98

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 关键驱动因素

- 1) 宏观层面：宏观经济稳中向好，信创如期推动，各项政策效果持续显现，数智化与企业经营改善带来 IT 开支增加，所处行业迎来有利的发展环境；
- 2) 微观层面：产品研发加速突破，打造全栈数智化平台，信创国产替代项目数量大幅增加，软件产品逐渐实现云化转型，业务收入结构向高质量转型。

● 关键假设

- 1)公司主营业务继续向好；
- 2)把握信创国产化机遇；
- 3)政策持续支持数字经济发展；
- 4)公司保持数智化领域的优势地位。

● 我们与市场的观点的差异

【市场担忧-信创推进力度低】

我们认为：

【信创促成的产品迭代升级在当前信创可能推进乏力的情况下仍能成为未来优势】党政信创市场不断下沉并向纵深发展，信创产业正从党政领域向关键基础行业扩展。为此，公司坚定、积极地加大研发等方面的投入，实现全方面突破创新，产品整体水平达到全球领先行列。

【市场担忧-ERP 等管理软件产品创新乏力】

我们认为：

【发布业界首个企业服务大模型 YonGPT，AI 加持下公司有望打开向上空间】YonGPT 采用了最新的人工智能技术，在财务、人力、供应链、研发等多领域进行业务赋能，打破传统固定的流程化 ERP，打造行业领先的企业服务大模型。

● 股价上涨的催化因素

- 云服务业务付费客户快速增涨，核心产品续费率高；
- 党政信创按预期落地，行业信创有所突破；
- 积极拥抱 AI 普及应用时代，基于 AI 的主题化服务创新加速发展；

● 风险提示

宏观环境风险、政策推进不及预期风险、技术更迭不达预期风险

正文目录

1 企业软件领军者转型云服务，致力企业数智化商业创新	5
1.1 中国 ERP 领域龙头，股权结构稳定	5
1.2 云服务转型，抢抓数智化与信创国产化机遇	6
1.3 营业收入持续增长，三大费率整体稳定	9
2 政策+需求引领 ERP 行业迎来国产化发展机遇	10
2.1 政策端引导各行业引入 IT 技术	10
2.2 ERP 伴企业共同成长	12
2.3 ERP 市场规模与日俱增，国产替代前景广阔	14
2.4 参考海外巨头，中国 ERP 发展厂商路径在哪？	16
3 用友网络：乘政策东风，应市场需求	17
3.1 倾听客户-客户分类聚焦大中小需求	17
3.2 敬畏技术-低代码驱动商业创新，AI 助推数智化转型	21
3.3 荣于生态-积极推进生态业务，与伙伴共赢发展	24
4 盈利预测与估值	28
4.1 盈利预测	28
4.2 投资建议与估值	29
5 风险提示	30

图表目录

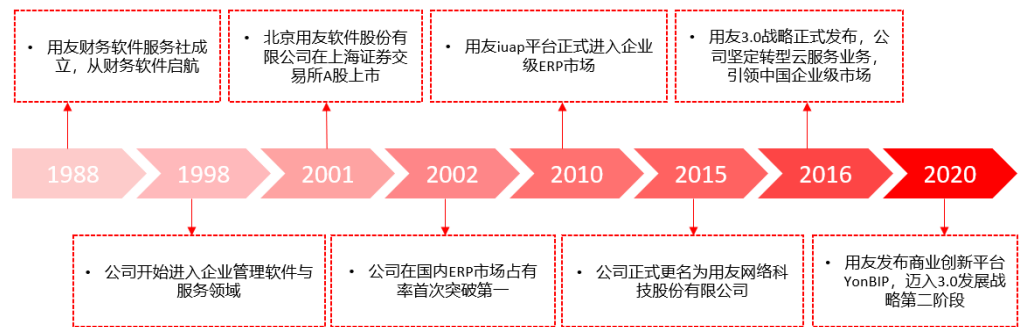
图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 8 月 16 日).....	6
图 3: 公司核心业务.....	8
图 4: 主要市场收入 (亿元).....	8
图 5: 公司营收结构 (亿元).....	8
图 6: 用友网络云订阅收入指标 (亿元).....	8
图 7: 云订阅合同负债 (亿元).....	9
图 8: 云订阅合同负债占比.....	9
图 9: 公司营收及增速.....	9
图 10: 公司归母净利润及增速.....	9
图 11: 公司 2018-2022 年三大费用率.....	10
图 12: 公司 2018-2022 年毛利率与净利率.....	10
图 13: 2021 年信创落地实践率.....	12
图 14: 2021-2025E 我国信创产业规模预测.....	12
图 15: 企业需求变化.....	12
图 16: 2023-2027 年中国 ERP 软件市场规模 (含预测) 及增长率.....	15
图 17: 2021 年我国 ERP 软件市场份额.....	16
图 18: 2021 年我国高端 ERP 软件市场份额.....	16
图 19: 2010-2022 年 SAP 营业收入及归母净利润.....	17
图 20: 用友成长型企业六"元"数智增长模型.....	20
图 21: 小微企业市场云服务收入 (单位: 亿元, %).....	21
图 22: 用友网络研发支出占比 (单位: %).....	21
图 23: 用友 iuap 企业数智化底座总体架构.....	22
图 24: 用友网络 BIP 数智全场景 AI 赋能.....	23
图 25: YonGPT 整体架构图.....	24
图 26: 公司 2018-2022 销售人员人数变化.....	25
图 27: 战略伙伴典型合作模式.....	26
图 28: 专业服务伙伴合作与盈利模式.....	26
表 1: 2021-2022 年 ERP 行业相关国家政策.....	11
表 2: SAP 发展史.....	17
表 3: 用友客户痛点解决方案和产品特点.....	21
表 4: 公司营收预测拆分 (单位: 亿元).....	29
表 5: 公司估值对比.....	29
表附录: 三大报表预测值.....	31

1 企业软件领军者转型云服务，致力企业数智化商业创新

1.1 中国 ERP 领域龙头，股权结构稳定

- **国内 ERP 领域龙头，持续推进云转型：**用友网络 1988 年在北京成立，以财务软件起家，1998 年进入企业管理软件与服务领域，2001 年在上交所挂牌上市。用友长期专注并持续领航企业软件与企业服务市场，是**中国和全球领先的企业与公共组织云服务和软件提供商**。
- 公司在中国企业软件市场多年持续领先，2016 年用友 3.0 战略正式发布，坚定**转型云服务业务**。近年来在企业云服务市场领先的基础上，迈入新的**战略发展阶段（3.0-II）**，其战略方向是构建和运营全球领先的企业**云服务平台**，实现千万客户、十万伙伴、亿级社员（社群个人）的战略目标。
- 公司融合移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代信息技术，通过构建和运营全球领先（数字化、智能化、全球化、社会化、生态化、平台化、高弹性、安全可信）的**商业创新平台 YonBIP**，面向企业与公共组织提供**数智平台底座**及财务、人力、协同、营销、采购、供应链、制造、研发、资产、项目等多领域、跨行业的**企业云服务**，使能企业的**数智化商业创新**变得简单、便捷、大众化、社会化。

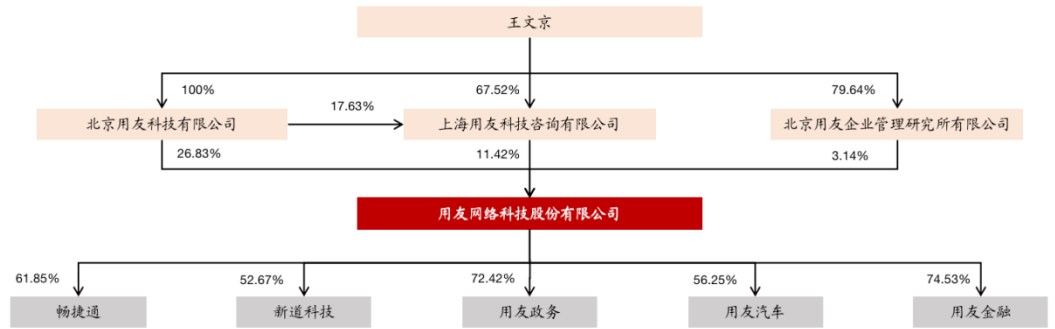
图1： 公司历史沿革



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- **股权结构稳定，王文京为实控人：**用友创始人、董事长兼总裁王文京先生。公司核心子公司包括畅捷通、新道科技、用友政务、用友汽车、用友金融等，负责开展各细分行业如小微企业、政府、教育、汽车、金融等行业的信息化云化系统建设。

图2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 8 月 16 日)



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

- **实施股权激励，长期发展信心充足。**2022年6月15日，公司公布2022年限制性股票激励计划，拟向高级副总裁和386名骨干员工，授予12.56元/股共355.48万股的限制性股票。激励计划设有两个业绩考核目标，以2019年“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和为基数，2022年度两者之和的增长率不低于30%，2023年度两者之和的增长率不低于40%。考核目标对激励对象具有一定的挑战性，将充分调动激励对象的积极性，显现公司对业绩增长的信心。

1.2 云服务转型，抢抓数智化与信创国产化机遇

- **落实云服务战略转型，贯彻公有云订阅优先：**公司的云服务经营模式为向企业与公共组织客户提供PaaS、SaaS、BaaS、DaaS等服务，根据客户需求可以采用公有云、私有云或混合云技术架构的部署方式。购买**公有云产品**的客户付费方式为订阅型付费，收入为**订阅服务收入及前期咨询实施收入**；购买**混合云及私有云产品**的客户可选择**订阅型付费方式或许可模式**。公司将继续加快推进以订阅型付费模式为主的业务收入结构升级。

分层经营，政企齐抓：用友针对不同规模和领域的企业或公共组织，推出系列产品。用友母公司负责为**大型和中型企业**提供软件与云服务。**小微企业**的云服务业务由公司控股子公司畅捷通提供。公司控股子公司用友政务和新道科技为**政府及公共组织**提供服务。汽车、金融、烟草、电信、广电等**垂直行业**业务，由公司各子公司分别提供行业云服务产品与解决方案。

- 1) **大型企业：**公司面向大型企业提供**YonBIP云服务**。YonBIP定位数智商业的应用级基础设施和企业服务产业的共创平台，使能**企业数智化商业创新**。YonBIP采用云原生（含微服务）、元数据驱动、中台化、数用分离等全新的技术架构，构建技术平台、低代码开发平台、连接集成平台、业务中台、数据中台、智能中台，并覆盖**财务、人力、协同、采购、营销、供应链、制造、研发、项目、资产十大领域**，使能企业与产业商业创新，推动社会商业进步。

收入主要为产品许可收入、订阅收入、产品支持服务收入、平台收入、业务运营收入、数据服务收入、咨询实施及其它专业服务收入等。2022年在大型企业客户

市场实现云服务与软件业务收入 62.5 亿元，同比增长 6.5%，其中，云服务业务收入实现 43.9 亿元，同比增长 17.6%，核心产品续费率达 105.5%。

- 2) **中型企业：**公司面向成长型企业提供基于 YonBIP 平台的 **YonSuite 云服务**。完全基于云原生架构，提供**全公有云**的一体化企业云服务，包括“财务、人力、协同、营销、采购、供应链、制造、项目”领域的完整应用，为服务、流通、制造等行业创新企业提供**数智化云服务一体化解决方案**。

公司面向中型与大中型制造企业的 **U9 Cloud 云 ERP**，包括生产制造、供应链、项目化管理、财务会计、管理会计、人力资源等功能，融合 PLM、智能工厂、AIoT、制造云、营销云、采购云、财务云、税务云、人力云等服务，为客户提供标准产品及解决方案。

公司面向中型企业继续提供 **U8 Cloud 云 ERP 产品、U8+ ERP 套件**，包括智能制造、营销、业务管控、供应链、财务核算以及人力资源等领域应用，为客户提供标准产品及解决方案，采取渠道分销的销售模式。

收入主要为订阅收入、产品许可收入、产品支持服务收入等。2022 年在中型企业客户市场实现云服务与软件业务收入 11.4 亿元，同比增长 25.8%，其中，云服务业务收入实现 6.3 亿元，同比增长 60.6%，核心产品续费率达 82.0%。

- 3) **小微企业：**公司面向小微企业的云服务业务由**公司控股子公司畅捷通**提供。畅捷通聚焦小微企业数智财税和数智商业两大领域，全面打通小微企业的人、财、货、客管理，整合财务、进销存、客户收支、协同办公等应用，主要云服务产品包括好会计、好生意、好业财、易代账、T+Cloud 等产品。

收入主要为订阅收入、产品许可收入等。2022 年在小微企业客户市场实现云服务与软件业务收入 6.8 亿元，同比增长 15.0%，其中，SaaS 订阅收入实现 3.8 亿元，同比增长 47.2%。

- 4) **政府与其它公共组织：**公司控股子公司**用友政务**继续聚焦财政、财务业务，深耕人大市场，持续推动社保业务加快发展。公司控股子公司**新道科技**作为数智化领域的教育服务企业，探索并推进产业学院发展，进一步深化产教融合，推进院校职业教育与产业结合，协助客户进行教学成果建设与申报。

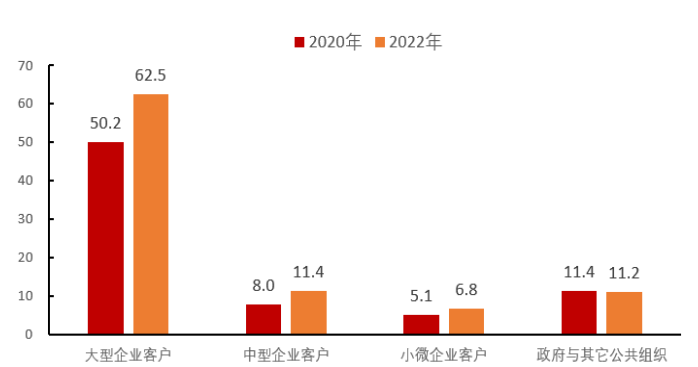
收入主要为订阅收入、产品许可收入、咨询实施及其它专业服务收入等。2022 年公司政府与其它公共组织的云服务与软件业务实现收入 11.2 亿元，同比下降 11.4%，其中，云服务业务收入实现 7.2 亿元，同比增长 6.6%。

图3: 公司核心业务



资料来源: 公司对外产品资料, 浙商证券研究所

图4: 主要市场收入 (亿元)

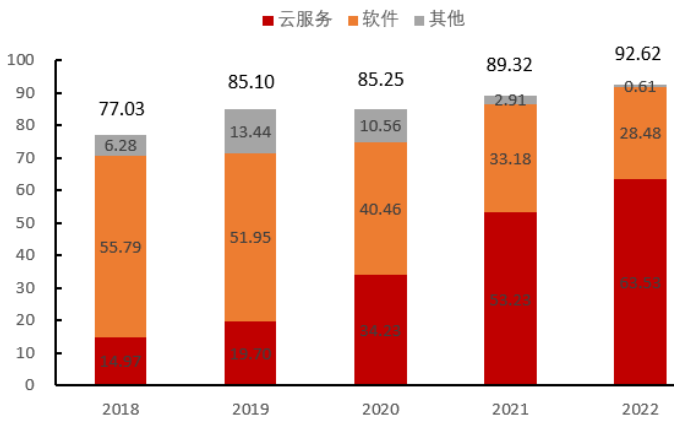


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

■ **软件业务继续战略收缩, 持续推进云服务转型:** 2018年云服务业务营收规模14.97亿元, 占总营收的19%。云服务业务保持快速增长, 复合增长率达43.5%, 2022年云服务业务营收规模已达63.53亿元, 占总营收的69%, 成为公司最主要收入来源, 并继续扩大收入占比。

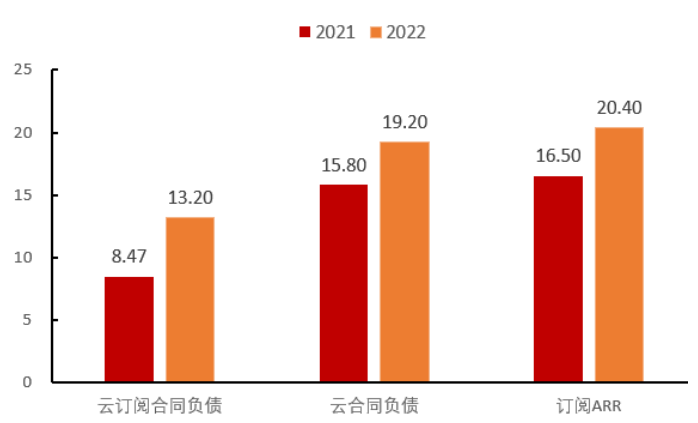
具体到云服务收入各项指标, 2022年, 用友网络的云订阅ARR收入为20.40亿元, 同比增长55.8%, 占云收入的比例为32%; 云订阅为13.20亿元。我们认为随着云转型的进一步推进, 未来公司的营收质量会持续提高。

图5: 公司营收结构 (亿元)



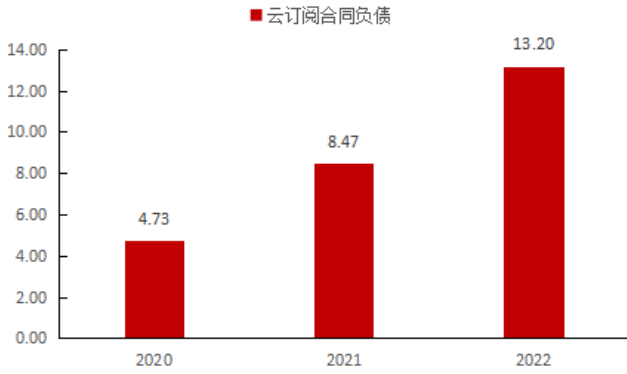
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图6: 用友网络云订阅收入指标 (亿元)



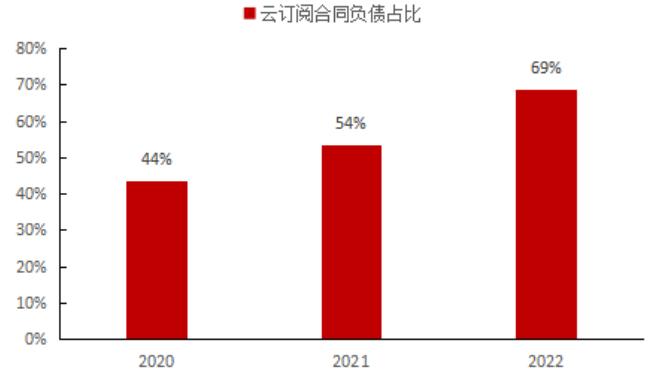
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图7: 云订阅合同负债(亿元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图8: 云订阅合同负债占比



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

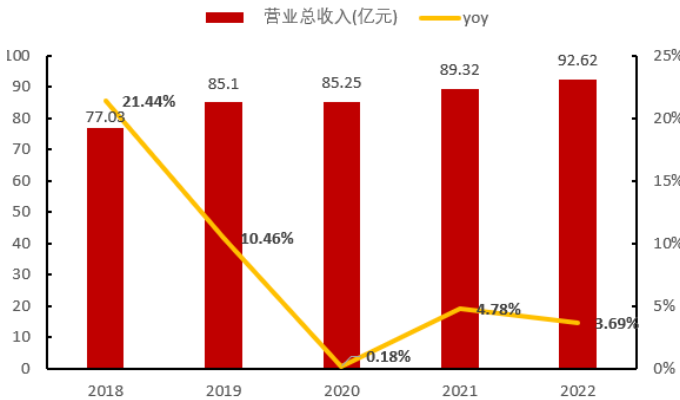
1.3 营业收入持续增长, 三大费率整体稳定

- **营收趋向增长, 归母净利润阶段性触底:** 公司 2018 年至 2022 年营收持续增长, 分别为 77.03 亿、85.1 亿、85.25 亿、89.32 亿、92.62 亿, 复合增长率达 4.7%, 发展态势良好。归母净利润在 2019 年大幅上升后, 逐渐走低。

收入增速不高、持续加大战略投入与业务结构升级等影响是归母净利润下行的主因。2022 年公司按照既定战略和年度计划全力推进各项业务经营, 在前三季度实现了云服务与软件业务收入的较快增长。

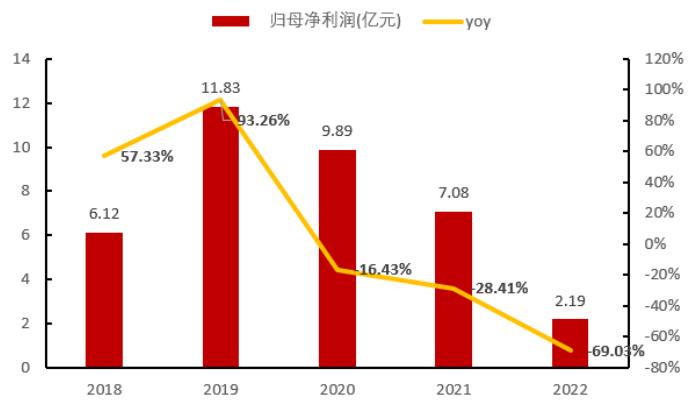
在占公司全年业绩比重最大的第四季度, 客观环境的扰动叠加部分客户行业景气度下行, 对公司 2022 年第四季度和全年收入增速产生较大影响。受收入增速不高、持续加大战略投入与业务结构升级等影响, 公司归属于上市公司股东的净利润为 21,917 万元, 同比下降 69.0%, 公司归属于上市公司股东的扣非后净利润为 14,640 万元, 同比下降 63.9%。

图9: 公司营收及增速



资料来源: wind、浙商证券研究所

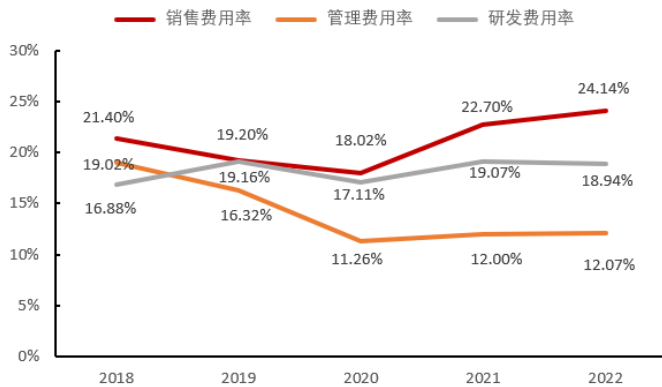
图10: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind、浙商证券研究所

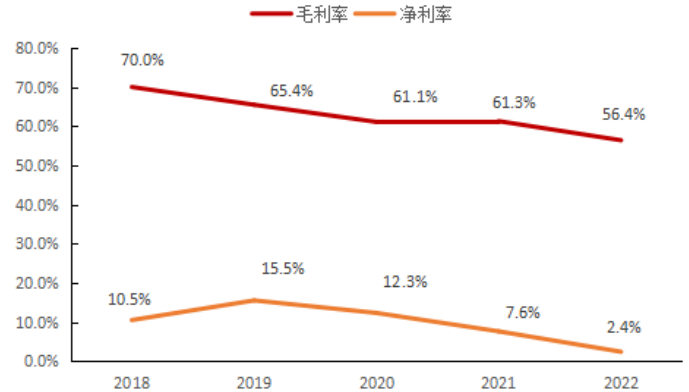
- **三大费用总费率保持稳定：**公司重视研发，2018年到2022年，研发费用率从16.88%上升至18.94%，研发投入小幅增长。管理费用率稳中有降，从2018年的19.02%降至2022年的12.07%。销售费用率自2020年起大幅上升，公司提升开拓市场的力度，业务组织升级，加大对大型客户的开拓。

图11：公司2018-2022年三大费用率



资料来源：wind、浙商证券研究所

图12：公司2018-2022年毛利率与净利率



资料来源：wind、浙商证券研究所

2 政策+需求引领 ERP 行业迎来国产化发展机遇

政策和需求的双重驱动，开启中国 ERP 行业新一轮周期。伴随着数字化转型的加速，相关政策将有助于推动 ERP 软件在各个下游应用领域的持续渗透，如 79 号文件提出了八大重点行业的信创国产化替代，预计市场规模可达万亿级别。另一方面，ERP 随企业的需求而进化，从单纯满足企业降本增效的需求，逐步转变为助力企业创收的利器。ERP 软件上云成为主流趋势，市场规模逐年扩大，未来有望保持中高速增长，本土品牌的加速崛起正在成为中国 ERP 市场的主要发展特征。

2.1 政策端引导各行业引入 IT 技术

数字化转型打开 ERP 行业增长空间：“十四五”期间，数字经济发展速度之快、辐射范围之广、影响程度之深前所未有，正推动生产方式、生活方式和治理方式深刻变革，成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量。

在这方面，ERP 在企业数字化转型扮演中着关键角色。未来中国企业会向高端制造转型升级，产品和服务呈现出精密和复杂的特性。随着企业数字化进程的推进，国内企业比以往更加需要 ERP 提供复杂管理的支持。

政策利好 ERP 行业持续渗透：近几年国家发布关于软件与信息技术服务业的相关政策中，多次提及到集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量。此外，在部分其他行业的相关政策中，提及到 ERP 软件在行业中的推广应用，这些政策将有助于推动 ERP 行业对下游应用领域的持续渗透。由于 ERP 软件涉及到企业关键信息，因此国家制定了一系列有关软件产品信息安全的相关政策，有利于保护企业机密信息不被泄露，降低 ERP 软件信息安全风险。

表1: 2021-2022年ERP行业相关国家政策

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2022.06	工信部	《工业能效提升行动计划》	提到发挥数字技术对工业效能提升的赋能作用， 有效刺激了下游产业对于云ERP的需求，为云ERP的未来发展起到了引导作用。
2022.01	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年产业数字化转型迈上新台阶，制造业数字化、网络化、智能化更加深入。纵深推进工业数字化转型，加快推动研发设计、生产制造、经营管理、市场服务等全生命周期数字化转型。
2021.12	八部门	《“十四五”智能制造发展规划》	到2025年，供给能力明显增强。智能制造装备和工业软件市场满足率分别超过70%和50%
2021.11	工信部	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	强调新型工业化要以供给侧结构性改革为主线，以智能制造为主攻方向，以数字化转型为主要抓手，推动工业互联网创新发展。
2021.11	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	重点突破工业软件。研发推广计算机辅助设计、仿真、计算等工具软件，大力发展关键工业控制软件。

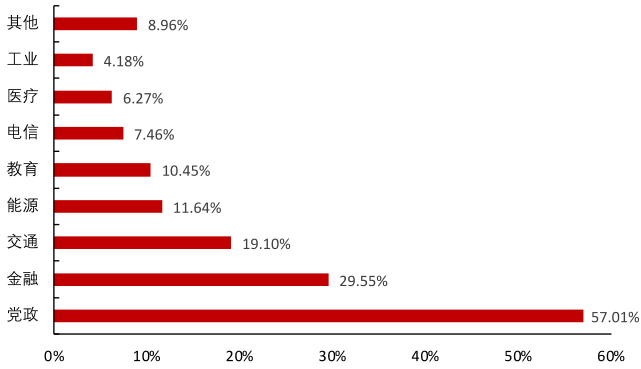
资料来源：前瞻产业研究院、浙商证券研究所

79号文件推动八大重点行业信创，市场规模可达万亿：2022年9月28日国资委79号文件指出政府明文规定2027年前完成2+8+N的党政与八大重点行业100%国产替代，替换范围包括芯片、基础软件以及应用软件，2022年11月底前报送方案并从2023年度开始由企业党组书记直接汇报进度，国产替代化经费全面纳入企业预算范畴。其中基础软件占最重要产业环节的60%，并列紧迫度最高的全面替换层级。应用软件则属于应替就替范围。**ERP在中低端市场国产替代率已达较高水平，反观在中高端市场则因技术壁垒高，短期实现国产替代难度大。**ERP作为企业数据的重要承载平台，国产化进程正伴随企业上云来完成。

根据零壹智库数据显示，2021年政策点名的2+8+N整体国产渗透率仅在10%左右，距离2027年前100%全替代的目标仍有一段距离，长线看来国产替代市场空间广阔：截至2021年末，我国信创产业规模达6886.3亿元，党政与金融行业分别以57.01%和29.55%的信创落地实践率领跑，其余七大重点行业市场也逐渐打开。《2022年中国信创生态市场研究和选型评估报告》显示，2022年我国信创产业规模将达到9220.2亿元，近五年复合增长率35.7%。报告预计，2025年我国信创产业规模将突破2万亿元。奠定行业长线逻辑。

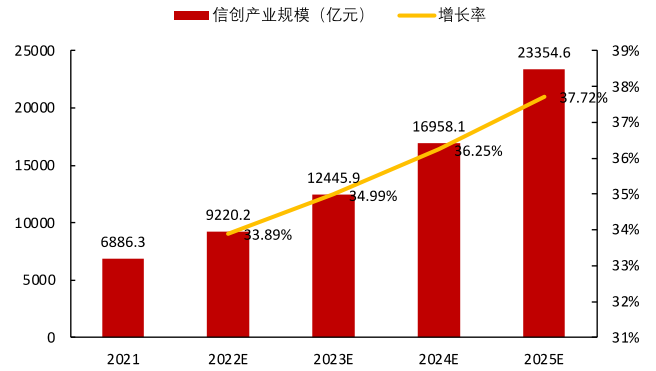
纵观宏观政策，国家自主安全逻辑的验证与政府推动全面实现国产替代的决心一览无余。我们认为在相关政策大力推动之下，国产信创企业会迎来前所未有的发展契机。

图13: 2021年信创落地实践率



资料来源: 零壹智库、浙商证券研究所

图14: 2021-2025E我国信创产业规模预测

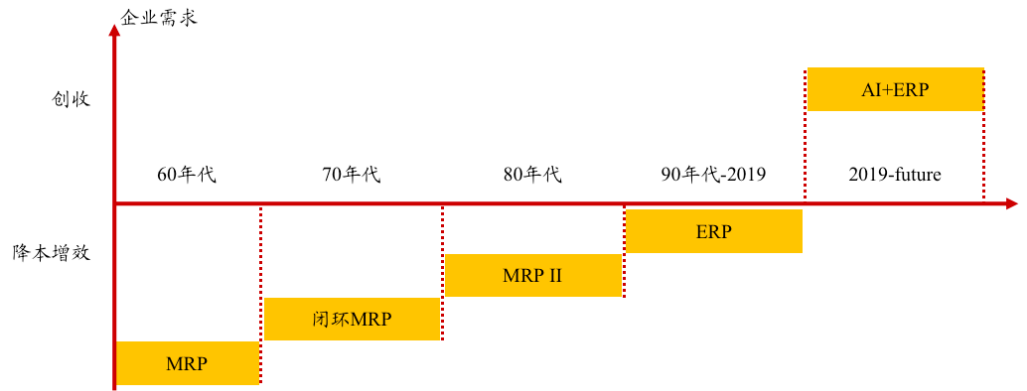


资料来源: 海比研究院、浙商证券研究所

2.2 ERP 伴企业共同成长

- **顺应时代发展, ERP持续进化满足企业需求。**上世纪六十年代, 为满足制造业企业生产和管理需求, 出现了 MRP (物料需求计划) 以降低企业成本。九十年代, 为了满足企业进一步降本增效的需求, ERP (企业资源计划) 诞生, 应用范围从制造业扩展到其他行业。如今数字化时代到来, EBC (企业业务能力) 为满足企业数智化转型需求而诞生, 助力企业创收。

图15: 企业需求变化



资料来源: 浙商证券研究所整理

- **ERP的前世(60年代-80年代): MRP-闭环MRP-MRP II为满足制造业企业的生产和管理需求而出现, 助力企业降低成本。**

60年代 MRP: 企业对于如何精准确定采购物料的时间和数量的需求。当时企业的经营方针为降低成本, 手工订货发货, 生产缺货频繁。1965年, 针对企业出现的供应滞后、交货不及时等问题, 美国生产与库存管理协会 (APICS) 提出了 MRP (物料需求计划) 的概念, 使得企业在库存管理上进行有效的计划和控制。

MRP是依据主生产计划、物料清单、库存记录和已订未交订单等资料, 经由计算而得到各种相关物料的需求状况, 同时提出各种新订单补充的建议, 以及修正各

种已开出订单的一种实用技术。MRP 使得企业能够基于需求预测来制定生产计划，安排各种物料的到位时间，从而减少库存，减少组件缺货，降低采购成本。

70 年代闭环 MRP：企业对于保障生产计划有效实施和及时调整的需求。当时企业计划偏离实际，并且普遍通过人工完成作业计划。闭环 MRP 是为了克服 MRP 的缺陷而提出的，它在 MRP 的基础上，增加对投入与产出的控制，也就是对企业的能力进行校检、执行和控制。闭环 MRP 是一个集计划、执行、反馈为一体的综合性系统，它能对生产中的人力、机器和材料各项资源进行计划与控制，使生产管理的应变能力有所加强。

80 年代 MRP II：企业对于实现管理系统一体化的需求。MRP II 为了解决企业各子系统缺乏联系，矛盾重重的问题，在闭环 MRP 的基础上，把制造、财务、销售、采购、工程技术等各个子系统集成为一体化的制造资源计划系统。MRP II 加入了企业管理的理念，向 ERP 跨进了一大步，是对制造业企业的生产资源进行有效计划的一整套生产经营管理体系，是一种计划主导型的管理模式。

- **ERP 的诞生（90 年代-2019 年）：**ERP 为满足企业进一步降本增效的需求而诞生，应用范围从制造业领域扩散到其他行业。

90 年代 ERP：企业出于在全社会范围内利用一切可利用的资源的需求。1990 年，Gartner 扩展了 MRP II 的定义，将后勤功能（如财务和人力资源）囊括进来，ERP（企业资源计划）概念应运而生。ERP 除了包含 MRP II 已有的生产资源计划、制造、财务、销售、采购等功能外，还包括质量管理，实验室管理，业务流程管理，产品数据管理，存货、分销与运输管理，人力资源管理和定期报告系统等。ERP 是将企业所有资源进行整合集成管理，简单地说是将企业的三大流：物流，资金流，信息流进行全面一体化管理的管理信息系统。

根据美国生产与库存管理学会的统计，使用 ERP 可以让企业库存下降 30%-50%，延期交货减少 80%，采购提前期缩短 50%，停工待料减少 60%，制造成本降低 12%，管理人员减少 10%，生产能力提高 10%-15%。

从功能模块角度看，ERP 的核心模块包括财务、供应链和生产三部分。财务管理的对象是企业资金流，是企业运营效果和效率的衡量和表现；供应链包括物料的采购、库存和销售管理，要达到企业总体目标最优，就必须将这几个部分有机集成在一个模块中；而生产控制管理将企业整个生产过程有机结合在一起，使得企业能够有效降低库存，提高效率。除了核心的三大模块，ERP 中可能还包含了人力资源等附加模块。

它的功能模块已不同于以往的 MRP 或 MRP II 的模块，它不仅可用于生产企业的管理，而且在许多其它类型的企业如一些非生产，公益事业的企业也可导入 ERP 系统进行资源计划和管理。ERP 系统支持离散型、流程型等混合制造环境，应用范围从制造业扩展到了零售业、服务业、银行业、电信业、能源业、建筑业、政府机关和学校等事业部门。

- **ERP 的进化（2019-future）：**AI+ERP 顺应数字化时代发展，为满足企业数智化转型需求而诞生，助力企业创收。

数字化时代，企业对于构建数字化生态体系的需求主要体现在：

- 1) **数据整合：**在 ERP 的实际应用过程中，企业通常会面临数据整合难题，不同部门使用不同的数据和结构，数据录入与统一的成本十分高昂。而 AI 可以通过 OCR

和 RPA 技术，将不同文档的数据转换为 ERP 系统所需。利用 AI，企业可以将数据抽取工作自动化、智能化；输入一定的整合原则，AI 便能通过自主学习来提升数据整合的效率。

- 2) **数据应用：**数字化时代，企业客户需要包含企业经营所有环节、资源的经营分析与决策支持的平台，以服务于企业的数字化重构。AI 可以利用机器学习和数据挖掘技术，对 ERP 系统中的大量数据进行处理、分析及建模预测，从而提供有洞见的业务见解、同时提供企业管理层的决策支持。

ERP 行业顺应数字化时代发展，两大巨头拥抱 AI：

- 1) **SAP 发布 Business AI，强调业务洞察与隐私保护：**SAP 很早便在 ERP 中注入“AI 基因”，至今已在整个产品组合中实施了 130 多个不同的 AI 用户案例。直至 2022 年底，ChatGPT 掀起的第二轮 AI 浪潮对 SAP 提出了新的挑战。SAP 选择将商业 AI 嵌入 ERP，产品具有三个特征：第一，AI 能力内建于企业每日运行的应用与业务流程中，费用管理、供应链管理、采购管理、人力资源管理等系统，都将具有 AI 能力；第二，与业务强相关，基于 SAP 深厚的行业与流程知识；第三，负责任，遵循业界 AI 最高的商业道德标准和数据隐私保护标准，确保客户数据安全。
- 2) **Oracle 生成式 AI 关注高性能模型与异地部署：**Oracle 通过与 NVIDIA 合作，为客户提供超级集群。该集群由市场上较新的 GPU 提供支持，并通过超低延迟的 RDMA over Converged Ethernet (RoCE) 网络相连。此解决方案提供了一种高性能、经济高效的大规模 AI 模型训练方法。Oracle 为客户提供 OCI Generative AI 服务，基于云技术的部署选项（例如 OCI Dedicated Region）在企业的数据中心提供完整的 AI 堆栈，让企业能够将生成式 AI 功能与其本地数据和应用结合使用。

2.3 ERP 市场规模与日俱增，国产替代前景广阔

- **中国 ERP 软件市场规模逐年扩大，未来将保持中高速增长：**近年来，随着企业对管理水平的日益重视，越来越多的企业将目光投向 ERP 软件市场，希望通过 ERP 系统的建设增强企业的综合竞争力，从而推动了国内 ERP 软件市场的稳定增长。

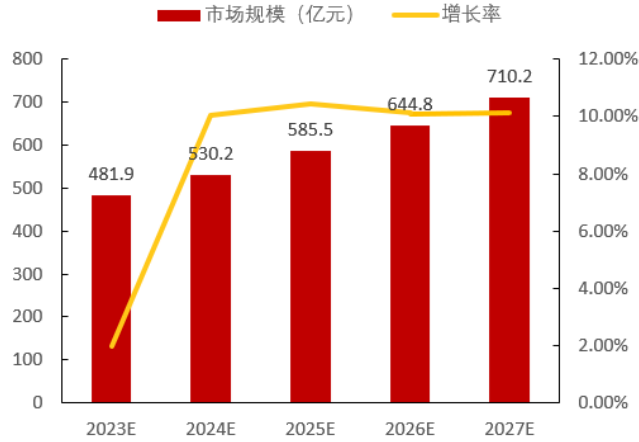
2017-2020 年，我国 ERP 软件市场规模一直处在增长的趋势，但随着 ERP 软件厂商第一波推广热潮逐渐褪去，且如今 ERP 软件要求高度契合行业业务特点进行开发，因此普及速度不及通用性产业，近年行业整体仅保持中高速发展。

2021 年，中国 ERP 市场规模约为 385 亿元，同比增长 12.57%。由于企业的功能需求导向由 ERP 逐步转向 EBC，根据观知海内咨询预测，未来中国 ERP 软件市场规模将持续增长，预计 2027 年中国 ERP 软件市场规模将达到 710.2 亿元左右，年均增速保持在 10% 左右水平，保持中高速增长。

ERP 上云成为主流，市场应用领域愈发丰富：随着信息技术的进一步发展，ERP 上云已经成为行业共识，云 ERP 可通过云端计算、低成本、快速部署、即租即用帮助企业免除硬软件投入并快速搭建企业管理架构，为用户节约成本的同时企业可以快速开拓市场，未来 ERP 产品将以云 ERP 为主；在区域市场方面，在企业数字化转型的背景下，中西部的企业将是 ERP 厂商未来开拓重点；而在产品应用方面，

产品将逐步进一步推广至企业行业，应用领域更加丰富。

图16: 2023-2027年中国ERP软件市场规模(含预测)及增长率



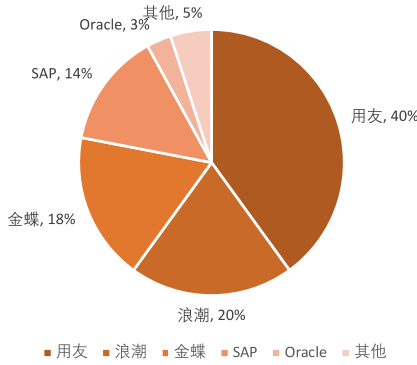
资料来源: 观知海内咨询、浙商证券研究所

- **本土品牌的加速崛起正在成为中国ERP市场的主要发展趋势。**国际品牌主要占据着中国高端ERP软件市场，除SAP、Oracle这些传统的ERP巨头之外，Infor、微软、Sage、Epicor、QAD、Exact等国外中等规模的ERP厂商在中高端市场也有着较为稳固的市场份额。目前在ERP系统领域，用友凭借其在财务软件领域的深厚积累，成为国内行业里的龙头企业。

国产厂商凭借价格低、操作简单等优势在中小型企业客户群体中占据优势，2021年我国三大ERP国产厂商用友、浪潮与金蝶分别占据40%、20%与18%的市场份额，市场集中度大。本土ERP软件已经占据中国整体ERP软件市场的主要份额。现阶段，国产厂商累计市场份额接近80%，整体ERP软件市场已基本实现国产替代。

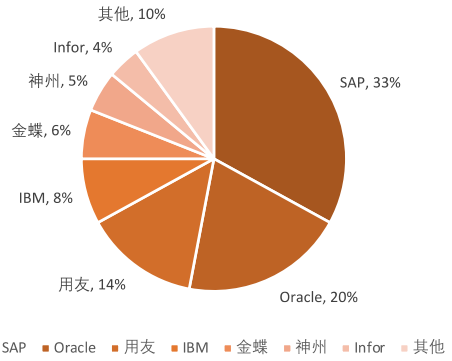
反观国内高端ERP软件市场，鉴于国内ERP厂商起步较晚，目前在技术水平与产品能力上仍与国外厂商存在一定差距，随企业发展到一定规模后，由于国产软件难以支撑企业的业务需求，海外ERP软件成为客户首选。2021年，我国高端ERP软件市场仍由SAP与Oracle两家外企主导，占比共达到53%，此外IBM以8%排名第四，国产厂商替代之路还有待实现

图17: 2021年我国ERP软件市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

图18: 2021年我国高端ERP软件市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

2.4 参考海外巨头，中国ERP发展厂商路径在哪？

- 行业巨头SAP发展思路值得借鉴：在过去的几十年里，SAP积极致力于为企业创造更高的效率和价值，包括效益、投资回报、客户满意度等。SAP的迅猛发展得益于其对于经验、创新以及商业远见的不懈追求：

1) 平台型公司是SAP现阶段的定位。SAP虽然从财务会计软件入手，但在发展过程中转向了可支撑定制开发的技术平台，也就是今天所理解的PaaS平台，后来收购了Sybase数据库技术，并在10年前推出了内存计算数据库HANA，为云计算时代的成功转型铺平了道路；

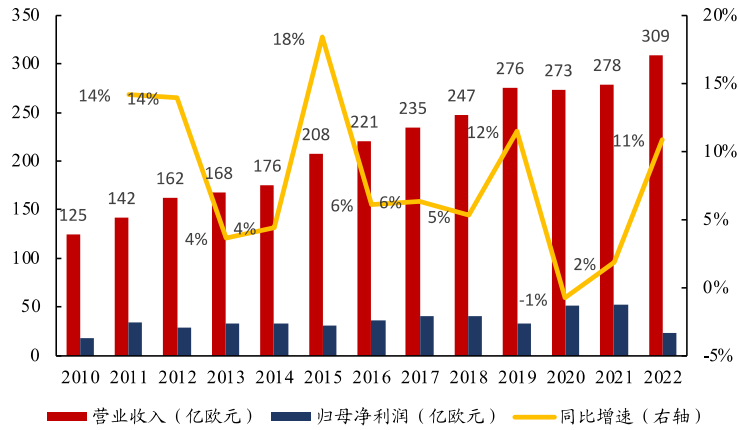
2) SAP始终支持全面的开源开放策略，以技术集成平台支撑各类企业软件的开发、集成和扩展，并把SAP软件移植到主流公有云上。

3) SAP在后期通过不断收购，丰富和扩展了产品线与服务。通过与客户共创开发产品、进入国际市场，通过技术伙伴的技术创新进入中小企业市场，拓展咨询实施合作伙伴以强化自身的软件产品化定位等。

4) 在云计算和大数据时代，SAP形成了“数字化核心”与“数字化创新”双战略发展模式，这两个战略的核心产品是S4/HANA与SAP Leonardo这样一对旗舰组合，它们可以为主航道保驾护航，让数字化创新业务启稳致远。

2010年SAP开始布局云计算，其针对中小企业推出的SAP Business By Design这款基于以服务导向架构平台(SOA)设计并开发的ERP整体解决方案正式上云，成为未来SAP云计算平台的模板，这一产品是世界上第一款基于云计算的企业管理系统。在这一战略初期，SAP在云计算业务的增长主要来自兼并收购。通过一系列的收购和技术整合，SAP将HR云(SAP Success Factors)、采购云(SAP Ariba)、CRM云(SAP Hybris)、差旅费用云(SAP Concur)这4朵云打造成全球最大的商业网络，从而获得了1250万的云计算用户，在超过25个行业实现无缝商务交易，占据云端最强场景化入口。由此可以看到中国ERP上云未来具有加大的需求空间。

图19: 2010-2022年SAP营业收入及归母净利润



资料来源: wind、浙商证券研究所

表2: SAP发展史

时间	发展阶段
1972-1980	早期的SAP开始构建基于“实时”计算的梦想，即当客户需要时就能随时处理数据的软件，而不是在夜间进行批处理的软件。
1981-1990	SAP R/2时代，继续让“实时”处理触及企业的各个角度。SAP R/2套装大型机软件应用程序能够进行实时处理，并集成了企业的所有业务功能。
1991-2000	SAP R/3时代，“实时”处理到达桌面。客户端/服务器架构的软件，让企业在全球范围内更高效地运行。
2001-2010	实时数据无处不在、无时不在。“实时”处理推进到互联网及其它创新领域：云计算、移动和内存计算为随时随地的实时数据访问开辟了新的视野。
2011-2020	内存计算、云计算和商业网络支撑了创纪录的营收。SAP HANA内存内平台使闪电般的数据分析成为现实，这推动了SAP公司的持续增长；战略性收购加上持续的创新，使SAP成为云计算和电子商务业务网络领域的领导者。随着SAP S/4HANA和SAP C/4HANA的推出，SAP推出了新一代企业软件，帮助客户成为智慧企业。

资料来源: 搜狐、浙商证券研究所

3 用友网络: 乘政策东风, 应市场需求

抢抓信创战略机遇, 苦练内功拥抱市场。从2023年开始行业信创将接力党政信创, 从关键基础行业延伸至全行业, 行业信创需求将全面爆发。面对历史机遇, 公司专注于客户, 立足于技术, 放眼于生态。积极拓展全量市场客户, 针对大中小企业定制解决方案; 坚持技术优先, 创新iuap底座, 孕育低代码平台, 挖掘AI红利, 助推企业数字化转型; 繁荣市场生态, 与伙伴长期合作, 实现共赢发展。

3.1 倾听客户-客户分类聚焦大中小需求

用友以行业信创需求为主线, 针对大中小型企业不同需求进行解决方案定制化, 大型企业客户不断突破, 中型企业市场快速发展, 小微企业市场王者归来, 升级客户成功服务模式, 助力企业进步、实现高质量发展目标。

- 大型企业客户: 量身定制、按需应变。
- 客户痛点1: 各业务板块难以高效沟通、协作。

解决方案：打破信息孤岛，实现集团化管理、业财合一。

- 1) **用友使用统一的数智化底座，形成统一管控模式。**大型企业业务板块多、层级多、组织机构庞大，形成很多信息孤岛，用友 BIP 从统一的数智化底座开始，打通各个业务板块，形成集中管控模式，目前已在很多大型企业中应用、验证，其中不乏中核集团、国家能源集团、中国一汽、中粮集团、国投这样的龙头企业。
- 2) **以全新的“用友 BIP 3”为基础，提供混合部署模式。**用友陆续发布了一系列针对大型企业客户的私有云/公有云服务产品，率先为大型企业提供**混合部署模式**的云服务产品，优先以**订阅收费模式**开展大型企业云服务业务。用友 BIP 智能化服务以领先的技术水平和不断升级迭代的能力，助力企业实现高质量发展目标。

● **客户痛点 2：多行业、大范围的运营难以有效实现。**

解决方案：组建功能强大、成熟稳定的组织模式。

深化行业为核心的业务组织模式。用友全面启动了以深化行业为核心的业务组织模式，在原有大型企业客户业务组织基础上，组建了离散制造、消费品、流程制造、装备制造、军工、能源、交通运输、现代服务、农牧等 23 个行业客户与解决方案事业部，针对大型企业客户的数智化解决方案与服务升级为**以行业为主、“行业+地区”的运行模式**，实现组织与业务的**全国一体化运营**，构建完整的大型企业客户成功服务体系

● **客户痛点 3：缺少价值化产品服务。**

解决方案：特异性产品赋能。

- 1) **“管家式”客户成功服务。**用友客户成功服务基于客户成功新理念，主要分为三大服务：第一，底座式标准客户成功服务，守护企业系统安全，保证业务顺畅运营；第二，伴随式的高级客户成功服务，满足复杂应用场景，持续提供企业支持，确保系统实时高效运行；第三，管家式定制客户成功服务，面向超大型企业可随需应变的全天候服务，以确保价值加速落地。升级客户成功服务模式，为客户提供**统一界面、统一标准、统一模式**的服务保障。
- 2) **推动价值化国产替代。**用友 BIP 3 将数智化与信创化相结合，实现中国企业真正的价值化国产替代，铸成服务企业数智化的大国重器，成为企业数智化转型的助推力量，为推动价值化国产替代提供更多可能。

● **客户痛点 4：创新发展缺乏助推力**

解决方案：数智化转型引领企业发展。

用友 BIP 智能化服务，助力企业高质量发展。当前数智化进步已与企业愿景、战略、业务流程、运营策略、安全风控等高度相关，一发而动全身，单项技术或独立的业务创新成果均无法解决大型企业在数智化升级中的系统性问题。数智化时代，企业通过**数字化、智能化技术驱动创新发展**，正成为企业抢抓机遇、迎接挑战的胜负手。用友 BIP 智能化服务以领先的技术水平和不断升级迭代的能力，为企业量身定制合适的解决方案，助力企业进步，实现高质量发展目标。

■ **中型企业客户：垂直布局，三箭齐发。**

- **客户痛点 1: 业务布局繁琐、困难**

解决方案: 推出敏捷灵活、部署简单的产品。

- 1) **用友推进中型企业客户业务垂直化布局。**公司持续加快推进云转型, 战略增强公有云订阅业务, 并进行业务组织升级, 中型企业客户业务保持按照区域全国统一、垂直组织开展, 每个地区设立中型企业业务专属机构, 加强区域市场覆盖。
- 2) **公司在中型企业客户市场 YonSuite、U9 Cloud、U8 Cloud 三箭齐发,** 中型云服务产品已全栈支持信创环境, 并利用完整、全面、先进的云技术以及微服务架构, 在产品先进性和易用性上领先同行业竞品。

- ① **YonSuite 更新迭代推出系列新服务, 各领域全场景企业服务全面细化, 聚焦消费品、高科技及互联网服务业、制造业、生物医药等行业领域提供专属数智化解决方案。** YonSuite 是完全基于云原生架构, 面向成长型企业数智化应用场景提供的全公有云的一体化企业云服务, 包括“财务、人力、协同、营销、采购、供应链制造、项目”领域的完整应用, 为服务、流通、制造等行业创新企业提供**数智化云服务一体化解决方案**。2022 年新增付费客户数量近 7,000 家, 合同签约金额同比增长翻番, 成功签约中诚国达、华谱科仪、广西百兴盛、北京百思特、睿征医药、山东艾克瑞特教育等众多知名企业。
- ② **U9 Cloud 增加 5 大新特性, 满足制造企业数智化转型升级需要。** U9 Cloud 是中型及中大型制造业云 ERP, 是企业数智制造创新平台, 以制造为核心内容抢抓中型企业龙头, 以“专精特新”为抓手, **聚焦中国成长型高精尖制造企业**, 支持成长型制造企业向数智制造转型升级。2022 年新增客户数量及项目签约金额均同比翻倍增长, 成功签约爱德森电子、国科天骥、珠海华冠、上海洋谷机电、沈阳鸿业玻璃容器、山东坤宝新材料集团等众多知名企业。
- ③ **U8 Cloud 在信创推进上取得较好成效。** U8 Cloud 是成长型企业云 ERP, 提供企业级云 ERP 整体解决方案, 重点聚焦现代服务业、商贸流通业、房产建筑业和流程制造业, 可灵活的进行公有云和混合云部署, **全面支持信创环境**。新签客户势头强劲, 发布的城投行业专项计划成果显著, 成功签约超过 400 家城投客户及山东泉兴能源、双登电缆、山东源润石化等数百家知名企业和公共组织。

- **客户痛点 2: 未来发展所需的各项能力可能不足**

解决方案: 产品匹配公司发展战略。

六“元”数智增长模型, 助力成长型企业发展。六“元”增长模型是一种全新的企业管理与经营的场景模型, 旨在帮助成长型企业从最关键的六个方面提升研发能力、交付能力、市场获客能力、财税管控能力、人才管理能力和运营服务能力, 这些能力的组合和叠加, 将为企业带来颠覆式的经营管理场景革命。模型通过**强化产品元、交付元、市场元、财务元、人力元和运营元六个关键要素**, 来实现企业的**持续增长**。通过提高产品质量、提升客户体验、优化交付效率、加强营销实力、投资创新技术和培养员工, 企业可以获得更好的增长效果。**用友推进中型企业客户业务垂直化布局。**

图20: 用友成长型企业六“元”数智增长模型



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

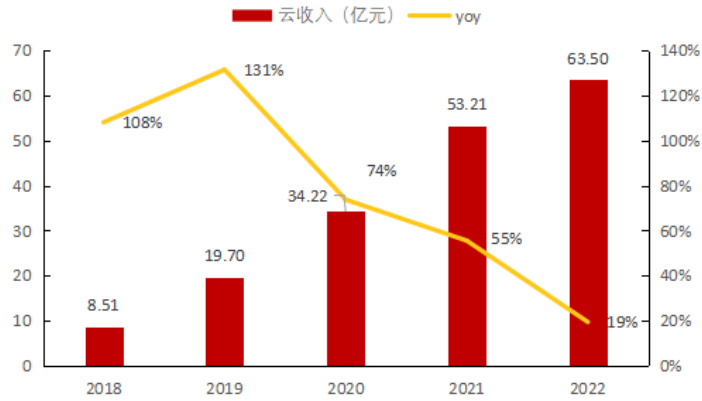
■ 小微企业客户：领域聚焦，优势明显。

● 客户痛点：使用云服务产品成本负担重

解决方案：打造操作简单、性价比高的产品。

- 1) 小微企业客户市场聚焦数智财税和数智商业两大领域，加强客户成功运营。围绕“新财税、新商贸、新零售、新制造、新服务”领域加快产品应用创新迭代，积极扩展销售通路生态合作。**数智财税领域**，产品全面支持全电发票处理，生态开放集成能力大幅增强，票财税费银档一体化产品优势进一步提升。**数智商业领域**，优化新商贸、新零售、新制造、新服务领域的产品发展，提高行业适配性，增强规模化交付能力。
- 2) 降低产品准入门槛，扩大小微企业市场。云订阅模式可以降低客户使用云服务产品的初始成本，降低准入门槛，扩大潜在客户。特别是对于价格敏感的中小型企业而言，许可证模式下，中小型企业难以支付一次性买断的高昂费用，而云订阅模式以较低的起始费用或**试用期**来吸引客户，抢占小微企业客户市场。
- 3) 用友在小微企业云服务市场中优势明显。2022 年用友网络的小微企业云服务收入达到 6.80 亿元，同比增长 15%。根据易观发布的《中国小微企业云财税服务市场专题分析 2022》，畅捷通在小微企业财税与业务云服务市场覆盖率第一；云服务增长保持行业第一；在云财税产品评分方面，畅捷通好会计连续三年综合评分位居第一，其适配性、稳定性、丰富性等指标表现突出；在客户满意度方面，畅捷通排名第一。畅捷通 T+Cloud 生产制造管理解决方案成功入选工信部信通院印发的《专精特新中小企业服务产品目录》，加快小微制造型企业数字化转型，T+Cloud 荣获 2022 全球数字经济大会颁发的“数字经济产业创新成果”的荣誉称号。

图21: 小微企业市场云服务收入(单位: 亿元, %)



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

表3: 用友客户痛点解决方案和产品特点

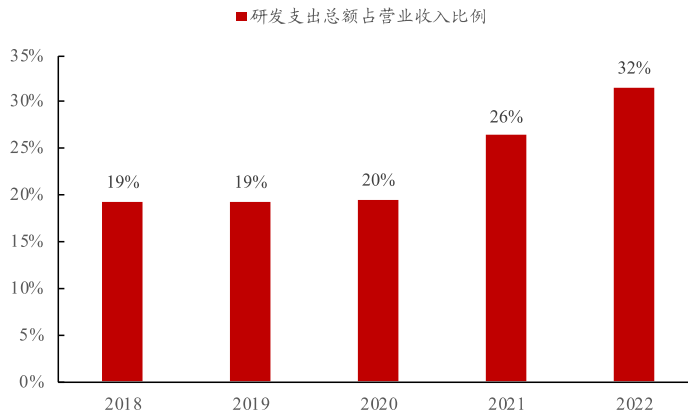
客户类型	痛点解决方案	用友产品	产品特点
大型企业	<ul style="list-style-type: none"> 打破信息孤岛, 实现集团化管理、业财合一 功能强大、成熟稳定 特异性产品赋能 数智化引领企业发展 	YonBIP、NC cloud	<ul style="list-style-type: none"> 统一的数智化底座, 形成统一管控模式 混合云部署体系 深化行业为核心的业务组织模式 “管家式”客户成功服务 推动价值化国产替代
中型企业	<ul style="list-style-type: none"> 敏捷灵活、部署简单 匹配公司发展战略 	YonSuite U9 Cloud U8 Cloud	<ul style="list-style-type: none"> 业务垂直化布局 产品全栈支持信创环境 完整、全面、先进的云技术以及微服务架构 六“元”数智增长模型
小微企业	<ul style="list-style-type: none"> 操作简单、性价比高 	畅捷通	<ul style="list-style-type: none"> 数智财税 数智商业 云订阅模式降低产品准入门槛

资料来源: 浙商证券研究所整理

3.2 敬畏技术-低代码驱动商业创新, AI助推数智化转型

- **自主研发持续投入, 筑牢核心技术护城河。**公司拥有深厚的技术积累, 包括5项首创和领先技术、6大领先应用架构、10大核心领域服务、465项创新服务、超过600个核心专利和1400个软件授权。同时公司坚持自主创新, 连续3年研发占比达到或超过20%, 着眼于提升内功, 提高核心竞争力, 牢牢把握技术话语权与领导力。

图22: 用友网络研发支出占比(单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

- **多年沉淀一朝绽放，凝结坚实技术底座。** 用友 iuap 平台旨在为大中型企业提供统一的数智底座，其在 2018 年首次实现混合云架构兼容，2020 年更新云原生架构，2022 年再次突破高性能云计算与数字 3D 建模仿真技术。目前用友 iuap 平台已实现 5 项首创和领先的技术：

 - **YMS 云中间件技术**实现跨云技术突破和多云适配能力。
 - **云上云下一体的持续交付体系**让企业私有云平台体验到公有云的更新效率，让升级更简单。
 - **多租户、多数据中心技术**可将多租户灵活部署在多云异构的多数据中心中，兼顾不同应用的云上管理和云下运行，实现公有云高可靠与专属云新模式的有效结合。
 - **自研多纬数据库**，自主、安全的同时支持千亿级数据规模下的“多准则、多币种、主附表”快速合并，一键出表。
 - **安全可信隐私适配**，为企业客户提供稳固可信、自主可控的数智化平台服务。

图23： 用友 iuap 企业数智化底座总体架构



资料来源：用友 iuap 公众号、浙商证券研究所

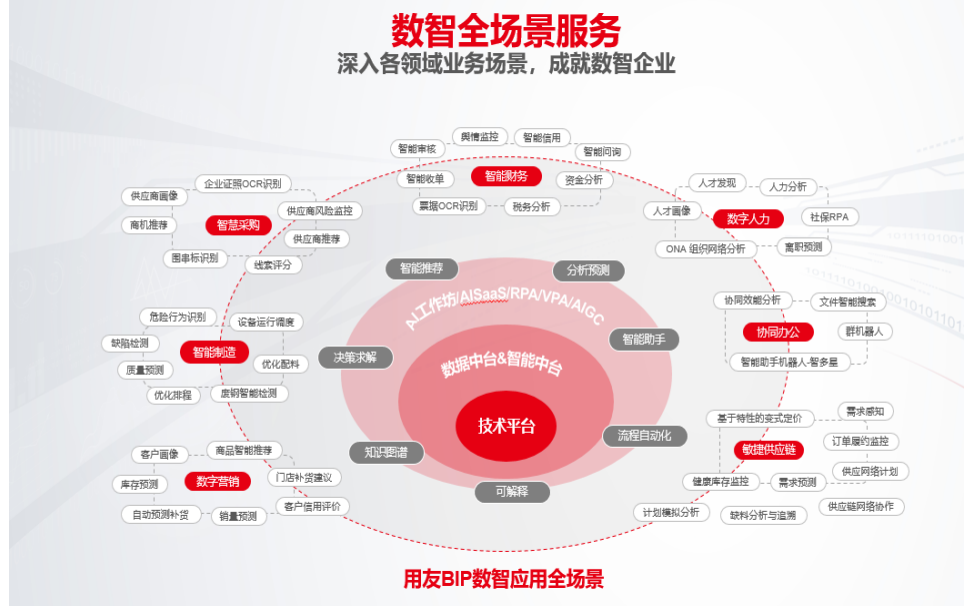
- **依托 iuap 丰厚技术沉淀，打造 YouBuilder 低代码平台。** iuap 为低代码开发平台提供了丰富的技术支持和服务，包括开发框架和组件、多端发布支持、云计算和大数据支持、安全和可靠性支持等，这些技术支持和服务可以帮助企业快速构建应用程序，实现数字化转型。

 - **YonBuilder 可视化应用构建服务**显著提高开发效率，拖拽式开发 web 应用、移动应用、小程序，加速业务创新转化。并提供向导和大量应用模板，快速轻松构建企业应用程序，满足用户想象力，激活更多商业潜能。
 - **YonBuilder 页面设计工具**提供体验优秀的用户界面，支持不同功能业务页面的设计，同时支持前后端扩展，实现单据页面、画布页面、业务事件的构建和交互驱动过程的个性化扩展。
 - **YonBuilder 业务模型扩展**提供完善的脚本开发能力，主要包括前端脚本和后端脚本。其中前端脚本使用的是 JavaScript，支持标准 ES6 规范。后端脚本则基于 NodeJs。可以调用外部 RestFul 接口，也可以通过开放平台对外发布

API。内部数据调用通过 YonQL 进行数据读写，并与绝大部分 SQL 编写方式兼容，降低代码编译门槛。

- **立足 iuap 数智平台，拓展全场景 AI 应用。** iuap 技术平台+数智中台组合构建 AIPaaS 能力，提供基于 AI 驱动的一系列智能应用服务，助力企业低门槛、高效率应用 AI 技术。
 - 积累海量基础模型，无缝衔接业务广域。用友 BIP 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 个开箱即用机器人，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。
 - 率先启动大模型训练，着力打造企业智慧大脑。在 4 月 19 日用友 BIP 技术大会上，公司正式宣布启动企业服务大模型训练，并将其分为 L0、L1、L2 三类：在 L0 基础大模型方面，公司积极引入开源或商业领域的头部大模型，例如文心一言；在 L1 行业大模型方面，公司将在核心 10 大领域，27 个行业应用的基础上继续向外延伸；在 L2 场景大模型方面，公司已经开发出例如数智员工、智能搜索、智能图谱和 AI 工作坊，深化数据智能应用，助力企业高效决策。

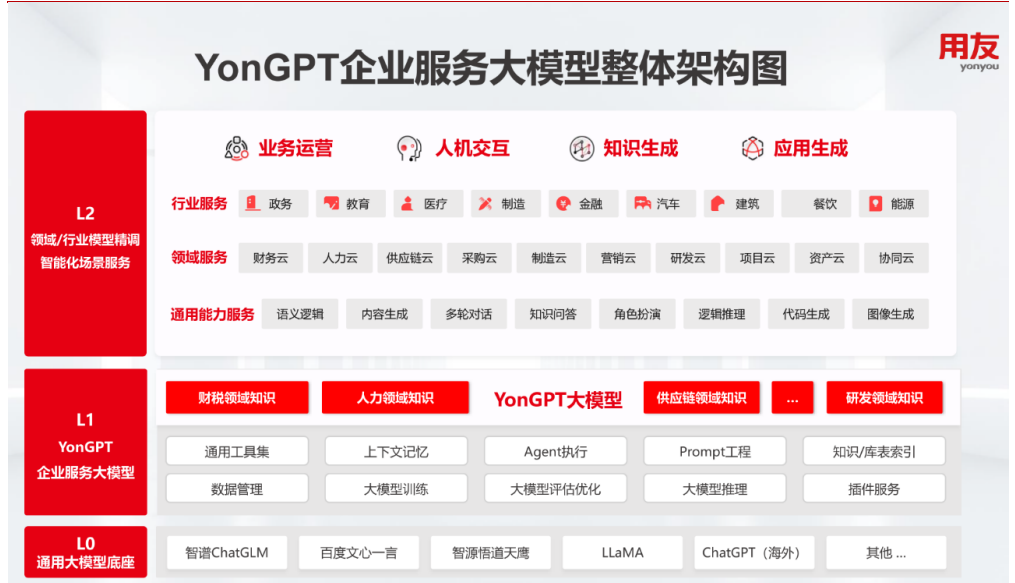
图24： 用友网络 BIP 数智全场景 AI 赋能



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

- **打造业界首个企业服务大模型 YonGPT，中国企业软件迈入以人工智能为中心的新阶段。** 在大模型研发训练的风潮中，用友专注于企业服务领域的大模型。用友打造企业服务大模型的独特优势在于丰富的企业软件与服务产品体系、覆盖数十个行业的数百万客户基础、35 年服务企业客户积累的行业知识经验以及专业的智能化团队和能力，确保了大模型的专业性、实用性及领先性。YonGPT 的应用主要集中在智能化的业务运营、自然化的人机交互、智慧化的知识生成、语义化的应用生成。后续 YonGPT 将会对用友整体产品体系进行全面的覆盖。

图 25: YonGPT 整体架构图



资料来源：公司官方公众号、浙商证券研究所

3.3 荣于生态-积极推进生态业务，与伙伴共赢发展

用友在 1.0 财务软件时代建立了渠道型生态，携手经销商伙伴服务客户，在 2.0 管理软件时代建立了服务型生态，联合更多合作伙伴。

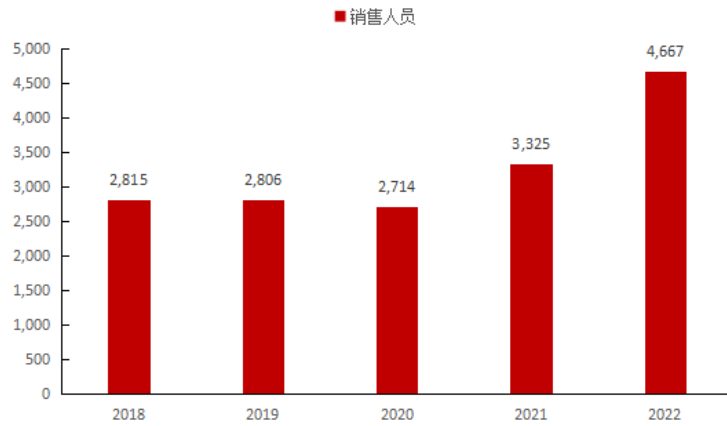
如今步入 3.0 企业云服务时代，用友打造聚合型生态，从简单的资源互补向深度聚合演进，突出行业化和规模化。

已有超过 10,000 家伙伴的 15,000 多款产品入驻用友 BIP，未来用友希望聚合十万家生态伙伴，亿级社群个人，共同服务超千万客户。

- 强大的销售模式助力用友产品扩张，提高覆盖率。** 用友积极扩展销售网络与生态合作，加强研发和数智化的同时注重销售人才的引进，2021 年和 2022 年销售人员数量分别增长 22.5% 和 40.4%，2022 年达到 4667 人，占总员工比重为 18.39%，产品的快速扩张、销售通路的拓展和企业痛点的高效解决得益于用友销售人数的增长和优秀人才的培养。

中高端客户业务营销服务网络遍布全国，拥有百余家分支机构，开展客户营销、销售、专业服务、客户成功等业务，为国内大中型企业提供及时快捷的本地化贴身服务，面向小微企业客户业务渠道合作伙伴遍布全国各地，逐步建立起了与云服务业务相适应的多元化渠道体系。

图26: 公司 2018-2022 销售人员人数变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

参考 SAP 的生态战略经验，用友不断壮大自身的生态体系。作为组长单位，用友牵头信创工委 ERP 与财务软件工作组，并主动发起信创协同联盟。用友联合多家信创生态厂商，共同成立“信创领先实践联盟”，共同打造信创解决方案。以“扩生态”战略为指引，用友与百度、滴滴等产业顶尖的伙伴联合，开展生态联动，推动产业变革与发展。目前，用友在汽车、金融、烟草、财政、教育等行业已具有成熟的营销网络及服务生态链。

2022 年各类企业客户市场中产品扩张有积极表现。大型企业客户市场中，云服务业务收入同比增长 17.6%，新增一级央企签约 16 家；中型企业客户市场中云服务与软件业务收入同比增长 25%，云服务业务收入同比增长 60.6%，新增付费客户数量近 7000 家，合同签约金额同比增长翻番；小微企业客户市场中，实现云服务与软件业务收入同比增长 15.0%，新增付费企业用户 10.6 万，在小微企业财税与业务云服务市场覆盖率第一。

- 用友 BIP 构建大规模生态，服务企业的数智化。用友 BIP 创新领先云技术，以此为基石，用友持续升级和优化生态伙伴发展策略，加速构建全球领先的聚合型企业服务生态。被誉为大国重器的用友 BIP 3，在平台技术与应用框架、领域与行业应用、生态体系三个层面取得突破，达到全球领先水平。

生态业务取得积极进展。目前，用友在全球拥有 230 多个分支机构 10,000 多家生态伙伴，众多行业领先企业都选择用友 BIP 作为数智化商业创新的平台。

- 1) ISV 生态建立全球领先的企业服务产业共创平台。基于 YonBIP 平台构建完善的 ISV 生态体系，落实“共建+共营+共销”运营理念，推动 ISV 生态全方位合作与发展，提供完善的合作伙伴全生命周期赋能管理，涵盖技术支持、培训赋能、营销宣发等各个维度，ISV 伙伴数量近 2,500 家，同比增长超 150%，生态业务收入同比大幅增长；用友云市场 YonStore

客户在线交易、伙伴商品上架交易、销售人员的生态合作能力等进一步完善，有力支撑面向客户的规模化生态解决方案落地。

- 2) **战略生态伙伴形成优势互补，开拓增量市场。**公司与电信运营商、云基础设施厂商、银行以及多家行业头部企业等战略伙伴，通过产品融合、打造联合解决方案等形式，在多个行业领域**持续取得商业化项目转化成果和规模性产出**，最大程度满足客户个性化需求，提供增值服务，促进产业数字化、数字产业化。

图27： 战略伙伴典型合作模式



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- 3) **融合和赋能专业服务伙伴，构建高价值、全栈式解决方案与服务能力。**聚合与赋能众多咨询、实施、融合解决方案、商业经营与平台技术专业服务伙伴，围绕企业数智化转型过程，为企业提供全栈式专业服务，其中，融合解决方案伙伴拥有自主产品和解决方案，并与用友公司产品深度融合，为客户提供全栈式解决方案；项目经营伙伴拥有较深入和稳固的客户资源和经营能力，与用友开展联合项目经营；平台技术伙伴以用友平台产品为基础，整合应用服务，形成完整的产品或解决方案提供给终端客户。2022年，专业服务伙伴已达到419家。在国产化趋势下，一批原来与国外ERP厂商合作的服务伙伴正在加入用友生态体系。

图28： 专业服务伙伴合作与盈利模式

盈利模式							合作模式
收入来源	收入分类	咨询伙伴	实施伙伴	融合解决方案伙伴	商业经营伙伴	平台技术伙伴	
产品销售	用友软件产品许可			✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> ○ 用友主导并分签产品 & 伙伴分签咨询/实施 ○ 伙伴主导并统签 & 用友供货
	用友云产品			✓	✓	✓	
	集成类产品			✓	✓	✓	
咨询实施	管理咨询	✓			✓		<ul style="list-style-type: none"> ○ 伙伴主导并分签咨询/实施 & 用友分签产品 ○ 融合解决方案1（用友被伙伴集成） ○ 融合解决方案2（用友集成伙伴）
	IT咨询	✓			✓		
	项目实施		✓	✓	✓	✓	
	客户化开发		✓	✓	✓	✓	
	客户培训		✓	✓	✓	✓	

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- 4) **生态市场推广**方面，通过公司生态大会、商业创新生态峰会、第四届开发者大赛、第五届数字中国建设峰会、华为 B2B 企业节等系列专项营销，全面升级用友生态品牌，驱动生态业务快速增长。

- **开放融合、生态共荣，用友开启进一步生态计划。**2023年，用友提出与伙伴们携手深耕行业，融合产品与行业资产包实现规模化，对各位伙伴的赋能实现规模化，助力各位伙伴的营收增长实现规模化。

ISV生态计划：从伙伴发展上，引入**500家新伙伴**。从支持政策上，联合市场活动100+场。在伙伴扶持上，将**打造10家亿级以上营收ISV伙伴**，新增5000万营收以上伙伴30家、超千万的伙伴50家。

专业服务生态计划：以能力为基石，坚定扩大合作规模，持续扩大专业服务合作规模10亿+；项目合作数量同比增长100%+；合作金额同比增长100%+；联合市场活动30+场。

战略生态计划：与战略伙伴全面合作，规模化开拓客户市场。联合市场推广活动100+；开拓客户资源，共享商机500+；共同孵化ISV100+；智能底座建设联合投入5亿+。

商业伙伴计划：以商业伙伴云合作计划，推动渠道型伙伴向**能力型伙伴升级**，全面**升级原有渠道体系**，为合作伙伴提供技能、资源和获取最新技术的途径，满足市场、客户、伙伴的需求。

汇聚更多开发者和数智化人才：用友BIP已聚合110万开发者，2023年用友将普及BIP技术能力，面向开发者，提供从赋能、注册、开发、产品上架等全流程在线一站式服务。人才培养方面，已有诸多院校选择和用友新道合作。面向市场需求精准定位，将与国家相关部委合作，**精准培养数智人才**。

投入资金与加强项目支持：用友将新增**10亿规模产业基金**，重点投资**50个重点项目**。面向成长型ISV，从公司发展思路、资金赋能等8个维度，全力支持成长型ISV加速发展；面向大型数科公司，从顶层设计、双方联合团队赋能体系、市场团队合作方面，进一步加大合作力度，更好满足行业头部客户对数智化转型中复杂度、敏捷度的需求。

- **用友践行生态化战略，为生态伙伴提供各种赋能平台。**在数字经济时代，企业的个性化需求和对定制化功能的要求更为突出，用友通过赋能生态伙伴，将大多数定制化服务交由生态解决，从而更加专注于标准化产品的开发。用友解决了传统代码开发模式成本高昂，开发的速度赶不上用户需求速度，且灵活性、敏捷性差等问题，降低了技术门槛，实现了应用构建的大众化和社会化。
 - 1) **YonBuilder 低代码开发平台：**通过统一的开发配置流程实现多端开发体验，为不同类型的开发者提供可视化设计、低代码拓展和专业开发工具支持。
 - 2) **YonLinker 连接集成平台：**主要混合云数据集成、OpenAPI网关、主数据管理、云ESB等产品，帮助企业实现低成本、快速、便捷的业务应用连接和集成，提高运转效率，促成业务的一体化，支撑企业商业的快速更新。
 - 3) **YonStore 云市场：**基于用友云平台构建的应用服务商城，通过业务运营，聚合海量生态伙伴的产品及服务，聚合广大客户、用户，实现企业服务产业O2O商业模式的平台。云市场是向客户提供企业级互联网应用（包括软件、应用、软硬一体方案及服务）的网络平台和在线交易平台。

- 4) **开发者认证、开发者中心及开发者社区**：培养专业技术人才，助力开发者快速掌握 YonBIP 产品知识与技能。秉承平台开放、生态共赢原则，为开发者提供产品支持和服务，实现敏捷商业创新。为开发者提供交流、分享和协作的技术社区。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- **软件业务**：软件业务主要为基础软件服务、应用软件服务、电子计算机软件和软件开发等。2020 年-2022 年分别实现营收 40.44 亿元、33.20 亿元、28.48 亿元，呈下降趋势。近些年用友对软件业务实行了战略收缩，未来随着公司云转型的进一步推进，公司软件产品线逐步实现云化转型，软件业务占比会逐渐下降，随着软件端客户转向云，以及企业用户降本提效的需求进一步上升，未来软件业务营收会逐年减少。2023 年-2025 年，大型客户由于具备一定的粘性，我们认为受到的冲击较小，故给予增速-10%、-9%、-5%；中型客户不如大型客户，故给予-10%、-8%、-5%；小型客户、政府与其他公共组织的粘性不强，故受到的冲击较大，给予增速为-30%、-20%、-15%。综上，我们预计 2023 年-2025 年增长率分别为-13.37%、-10.31%、-6.21%，对应营收分别为 24.67 亿元、22.13 亿元和 20.75 亿元。

云服务业务：云服务业务包括公有云和私有云服务产品，涉足大型、中型、小微企业客户市场、政府与其它公共组织客户市场。公司抢抓数智化与信创国产化市场的战略机遇，全面贯彻公有云订阅优先策略，在云服务付费客户增长和核心产品续费率上表现较好，随着民营经济活力逐步复苏，会带来更多的云服务收入。2020 年-2022 年分别实现营收 34.22 亿元、53.21 亿元、63.53 亿元，2021 年和 2022 年的增速为 59.57%、68.59%。云服务业务已经超过软件业务成为公司主要的业务收入来源。大型客户和中型客户为主要的收入来源，2022 年的收入增速分别为 17.63%和 60.58%，中型客户的优势显著，故给予 2023 年-2025 年大型客户的收入增速 25%、27%、25%；中型客户的收入增速 45%、55%、50%；小型客户、政府与其他公共组织的收入增速较低，2022 年仅为 11.36%，故给予 2023 年-2025 年的增速为 10%、15%、15%。综上，预计 2023-2025 年云服务业务收入增长率分别为 23.85%、28.03%、26.85%，对应营收分别为 78.68 亿元、100.74 亿元和 127.79 亿元。

其他业务：其他业务营收占比较小，且近三年增速为负，2021 年为-72.53%，2022 年为-78.96%。随着公司业务结构升级，我们预计未来该部分业务收入持续降低，故分别给予 23-25 年-50%、-40%、-20%的增速，对应营收分别为 0.31 亿元、0.18 亿元、0.15 亿元。

- **毛利率**：2018-2022 年毛利率分别为 69.95%、65.42%、61.05%、61.25%、56.37%，略有下滑，主要系客观环境的扰动和部分客户行业景气度下行，毛利率承压所致。

随着公司业务结构升级，公司将不断降低软件业务，云服务业务占比有望逐年提高，预计公司综合毛利率水平将有所提高，因此我们预估公司 2023-2025 年毛利率分别为 58%，59%，60%。

表4：公司营收预测拆分（单位：亿元）

业务领域	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	92.62	103.66	123.05	148.69
YOY	3.69%	11.92%	18.70%	20.84%
软件业务	28.48	24.67	22.13	20.75
YOY	-14.23%	-13.37%	-10.31%	-6.21%
营收占比	30.75%	23.80%	17.98%	13.96%
云服务业务	63.53	78.68	100.74	127.79
YOY	19.40%	23.85%	28.03%	26.85%
营收占比	68.59%	75.91%	81.87%	85.94%
其他业务	0.61	0.31	0.18	0.15
YOY	-78.96%	-50.00%	-40.00%	-20.00%
营收占比	0.66%	0.30%	0.15%	0.10%

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

4.2 投资建议与估值

- 估值方面，鉴于另一个国产 ERP 厂商金蝶目前处于亏损状态，我们使用市销率对公司进行估值。公司以行业相关性为标准，选取了办公软件、协同管理软件、企业管理软件以及协同 OA 业务相关的产业核心标的作为对比对象，可比公司选择：金山办公、致远互联、金蝶国际、广联达、中望软件、泛微网络和鼎捷软件，根据万得一致预期估值得到 2023-2025 年行业平均 PS 分别为 9.92/7.47/5.80 倍。
- 参考可比公司，公司云服务产品优质，布局完善，未来有望展现规模与协同效应，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 103.66、123.05、148.69 亿元，对应 PS 5.71/4.81/3.98。维持“买入”评级。

表5：公司估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)			PS		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688111.SH	金山办公	1,719.72	50.80	67.94	89.76	33.85	25.31	19.16
688369.SH	致远互联	54.09	14.02	18.07	22.70	3.86	2.99	2.38
0268.HK	金蝶国际	412.99	58.66	71.60	87.68	8.42	5.79	4.76
002410.SZ	广联达	415.38	82.34	102.72	127.95	4.00	3.20	2.57
688083.SH	中望软件	158.16	8.18	10.75	13.95	10.96	8.34	6.42
603039.SH	泛微网络	164.18	30.23	39.37	50.97	5.43	4.17	3.22
300378.SZ	鼎捷软件	69.69	23.57	28.06	33.60	2.94	2.47	2.06
	均值					9.92	7.47	5.80
600588.SH	用友网络	0.00	103.66	123.05	148.69	5.71	4.81	3.98

资料来源：Wind（其余公司预测数据来源于 Wind 一致预期），截至(2023/08/23)，浙商证券研究所

5 风险提示

- **宏观环境风险：** 财政预算逐步向数字化倾斜、企业经营逐步改善带来 IT 开支提升的重要前提是宏观环境企稳、经济呈现复苏改善态势，一旦宏观环境发生出现不确定变化，未来的向好预期被打破，公司业绩将难以维持增长态势。
- **政策推进不及预期风险：** 公司受益于党和政府在数字经济建设、信创国产替代方面的政策推动，获得了企业数智化、云服务需求增加的市场机遇，极大助推了公司的业绩增长。如果相关政策推动和落地不及预期，公司的成长空间将面临不确定性。
- **技术更迭不达预期风险：** 公司产品依靠快速的技术迭代所带来的先进性和易用性保持市场优势地位，满足各行业、各领域企业的数智化需求。如果技术更迭不达预期，公司的发展和行业优势地位可能受到影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12386.68	13947.35	14987.23	16437.26
现金	8303.68	9894.21	10169.21	10649.50
交易性金融资产	38.35	183.39	167.72	129.82
应收账款	2251.97	2060.58	2756.47	3468.15
其它应收款	230.37	332.96	318.74	410.86
预付账款	151.33	151.27	185.36	215.97
存货	530.84	546.32	629.71	756.69
其他	880.15	778.62	760.02	806.26
非流动资产	11168.42	10859.56	11388.95	11773.58
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2735.27	2586.85	2624.91	2649.01
固定资产	2376.24	2224.58	2084.14	1923.29
无形资产	2838.34	3166.90	3705.30	4175.55
在建工程	154.80	165.12	167.12	185.39
其他	3063.77	2716.10	2807.48	2840.34
资产总计	23555.10	24806.91	26376.18	28210.84
流动负债	9573.93	9186.19	9923.00	10802.28
短期借款	3355.00	2821.06	2969.61	3048.56
应付款项	831.82	812.96	978.12	1162.69
预收账款	21.58	20.79	26.13	32.02
其他	5365.53	5531.38	5949.14	6559.01
非流动负债	1463.15	1418.71	1465.33	1449.06
长期借款	826.00	826.00	826.00	826.00
其他	637.15	592.71	639.33	623.06
负债合计	11037.08	10604.90	11388.33	12251.34
少数股东权益	1056.95	1069.14	1088.81	1113.12
归属母公司股东权益	11461.07	13132.87	13899.04	14846.38
负债和股东权益	23555.10	24806.91	26376.18	28210.84

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	285.96	1369.03	980.67	1146.91
净利润	224.80	487.31	785.84	971.65
折旧摊销	579.15	494.34	530.33	540.57
财务费用	(12.06)	85.27	62.11	61.79
投资损失	(109.88)	(186.57)	(203.77)	(187.08)
营运资金变动	(722.22)	644.43	51.75	(69.01)
其它	326.18	(155.75)	(245.60)	(171.00)
投资活动现金流	(3853.09)	(227.99)	(816.08)	(710.46)
资本支出	(1.80)	(7.18)	(10.33)	(6.44)
长期投资	(182.65)	148.43	(38.07)	(24.10)
其他	(3668.64)	(369.23)	(767.68)	(679.93)
筹资活动现金流	4928.10	449.49	110.40	43.84
短期借款	622.22	(533.94)	148.55	78.95
长期借款	436.00	0.00	0.00	0.00
其他	3869.88	983.43	(38.15)	(35.10)
现金净增加额	1360.97	1590.54	275.00	480.29

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9261.74	10365.80	12304.67	14868.70
营业成本	4040.54	4353.64	5044.91	5947.48
营业税金及附加	106.19	120.77	143.60	172.41
营业费用	2235.44	2695.11	2830.07	3122.43
管理费用	1117.48	1220.32	1469.78	1773.49
研发费用	1754.07	2073.16	2583.98	3271.11
财务费用	(12.06)	85.27	62.11	61.79
资产减值损失	219.99	(162.73)	(129.92)	(12.41)
公允价值变动损益	33.89	33.89	33.89	33.89
投资净收益	109.88	186.57	203.77	187.08
其他经营收益	307.29	324.98	313.36	301.95
营业利润	251.16	525.69	851.14	1055.32
营业外收支	(4.35)	(4.35)	(4.35)	(4.35)
利润总额	246.81	521.34	846.79	1050.97
所得税	22.01	34.03	60.95	79.32
净利润	224.80	487.31	785.84	971.65
少数股东损益	5.63	12.19	19.66	24.31
归属母公司净利润	219.17	475.12	766.18	947.33
EBITDA	918.71	1098.50	1436.32	1650.76
EPS (最新摊薄)	0.06	0.14	0.22	0.28

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	3.69%	11.92%	18.70%	20.84%
营业利润	-83.20%	109.31%	61.91%	23.99%
归属母公司净利润	-84.61%	116.78%	61.26%	23.64%
获利能力				
毛利率	56.37%	58.00%	59.00%	60.00%
净利率	2.43%	4.70%	6.39%	6.53%
ROE	2.14%	3.56%	5.25%	6.12%
ROIC	1.88%	3.24%	4.57%	5.28%
偿债能力				
资产负债率	46.86%	42.75%	43.18%	43.43%
净负债比率	40.20%	35.55%	34.64%	33.06%
流动比率	1.29	1.52	1.51	1.52
速动比率	1.24	1.46	1.45	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.43	0.48	0.54
应收账款周转率	5.44	5.40	6.28	5.89
应付账款周转率	5.44	5.29	5.63	5.56
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.14	0.22	0.28
每股经营现金	0.08	0.40	0.29	0.33
每股净资产	3.34	3.82	4.05	4.32
估值比率				
P/S	6.39	5.71	4.81	3.98
P/B	5.19	4.53	4.28	4.00
EV/EBITDA	87.82	49.80	38.07	32.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>