

用友网络(600588.SH) 买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 22.83元
目标价格(人民币): 31.54-31.54元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,466.49
总市值(百万元)	59,642.37
年内股价最高最低(元)	28.82/15.44
沪深300指数	3672.26
上证指数	2909.91

**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.266	0.319	0.279	0.323	0.401
每股净资产(元)	3.99	3.43	3.59	3.81	4.13
每股经营性现金流(元)	0.98	1.07	1.12	1.17	1.45
市盈率(倍)	79.59	66.67	81.81	70.61	56.86
净利润增长率(%)	97.11%	57.33%	13.34%	15.87%	24.17%
净资产收益率(%)	6.65%	9.32%	10.08%	11.01%	12.61%
总股本(百万股)	1,464.22	1,915.90	2,486.13	2,486.13	2,486.13

来源:公司年报、国金证券研究所

云领未来，荣于生态**投资逻辑**

- **云核心战略确立，预计2021年云收入占比超35%。**用友深耕企业级市场30年，目前发展进入以云业务为核心的3.0阶段。伴随政策、技术及需求驱动，我国SaaS行业未来3-5年将进入高速发展阶段。我们认为，生态化发展是SaaS行业未来必然趋势，用友依托用户、经验及平台优势，已初步确立行业生态领导者地位。预计未来三年公司云业务CAGR达80%+，至2021年云服务收入突破30亿，占收比超过35%。
- **管理层更换激发内部活力，人效有望进一步提升。**公司于19年初更换总裁，新任总裁年仅43岁。同时18年公司85后干部任命增加100%，确立年轻化管理方向。我们认为，公司积极推动干部年轻化，调整激励机制，未来有望进一步提升内部人效水平。
- **用户根基深厚，长板优势显著，控制点持续扩张。**用户规模：467万家云服务客户是构建生态的先决条件。长板优势：30年经验积累带来显著领先行业理解力，对客户需求把握精准。生态控制点不断扩张：1) NC cloud大幅提升产品力，混合云架构助力拓展大中型市场；2) IUAP云平台提升满足定制化需求能力同时对伙伴进行技术赋能；3) 渠道优势显著：2800直销人员+7000家代理商，本土化优势助力云产品迅速扩张。4) 产品融合，整合伙伴资源快速对接场景需求，实现双向引流。我们认为，用友是目前国内SaaS市场上生态构建最领先的软件企业，我们看好龙头依托资源及经验优势在云服务时代快速转身，扩大领先优势。
- **鲲鹏计划成效显著，生态圈持续扩大，由产品型向生态型领导者转变。**18年公司“鲲鹏计划”生态目标全部超额完成，年底拓展生态合作伙伴数量达3542家，累计投资项目达43个。19年，公司目标发展合作伙伴数量突破5000家，上线产品及服务8000家，伙伴发展基金提升至16亿。我们认为，伴随生态建设，公司正由过去的产品型向平台+生态型领导者转变。

投资建议

- 预计公司19-21年实现收入93/115/143亿元；EPS分别为0.28/0.32/0.40，对应当前PE为82/71/57。采用分部估值法，我们认为合理估值为784亿元，对应股价为31.54元人民币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行压力增大，企业IT支出缩减；互联网厂商入局行业竞争加剧；企业上云进度不及预期；限售股解禁风险。

唐川

分析师SAC执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

罗露

联系人
luolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、云业务增势迅猛，年轻化治理提升内部效率	4
1.1 深耕企业级市场 30 年，用友 3.0 战略延续 S 曲线成长性	4
1.2 研发、销售高投入，经营现金流及预收款齐增长	5
1.3 管理层更换，年轻化治理有望进一步提升内部管理效率	6
1.4 云业务增势迅猛，预计 2021 年占收比超 35%	7
二、业务布局三轮驱动，工业互联网根基深厚	7
2.1 业务布局三轮驱动，云服务及金融业务高成长	7
2.2 工业互联网平台先发优势显著，客户积累深厚	8
三、产业互联网迎变革，SaaS 发展定制化是必然趋势	9
3.1 政策加持+企业数字化需求推动 To B 市场迎来新机遇	9
3.1.1 先实施后补助，政策大力落到实处	10
3.1.2 企业数字化进入快速发展期，SaaS 需求有望迎来爆发	11
3.2 SaaS 引发商业模式变革，长尾客户+数据价值提升市场空间	13
3.3 企业级市场需求分散，定制化程度高，平台+生态是行业发展必然趋势	14
四、生态领导者地位确立，控制点持续扩张	15
4.1 生态构建三要素—用户、长板、控制点	15
4.2 用友生态构建持续完善，鲲鹏计划效果显著	16
4.3 用户规模庞大，长板优势显著	17
4.4 产品力持续提升，混合云架构助力拓展大中型市场	18
4.5 IUAP 云平台—构建生态的核心，3+2 战略助推企业数字化转型加速	19
4.6 强大渠道分销网络有望带来快速扩张能力	20
4.7 产品融合能力—整合合作伙伴资源，满足客户个性化场景需求	21
4.8 云服务逐渐成熟，客户数及续约率持续提升	22
五、盈利预测与估值，2020 年目标市值 784 亿	22
5.1 用友网络盈利预测	22
5.2 用友网络分部估值：2020 年目标市值 784 亿	24
六、风险提示	24

图表目录

图表 1：用友网络 S 成长曲线，云转型开启产业互联网时代	4
图表 2：软件+金融+云服务三轮驱动	5
图表 3：云服务及金融业务拉动收入增速回升	5
图表 4：云服务收入高速成长	5
图表 5：金融业务高速成长	5
图表 6：研发投入占收比维持 19%+	6
图表 7：销售费用率未来有望进一步下降	6

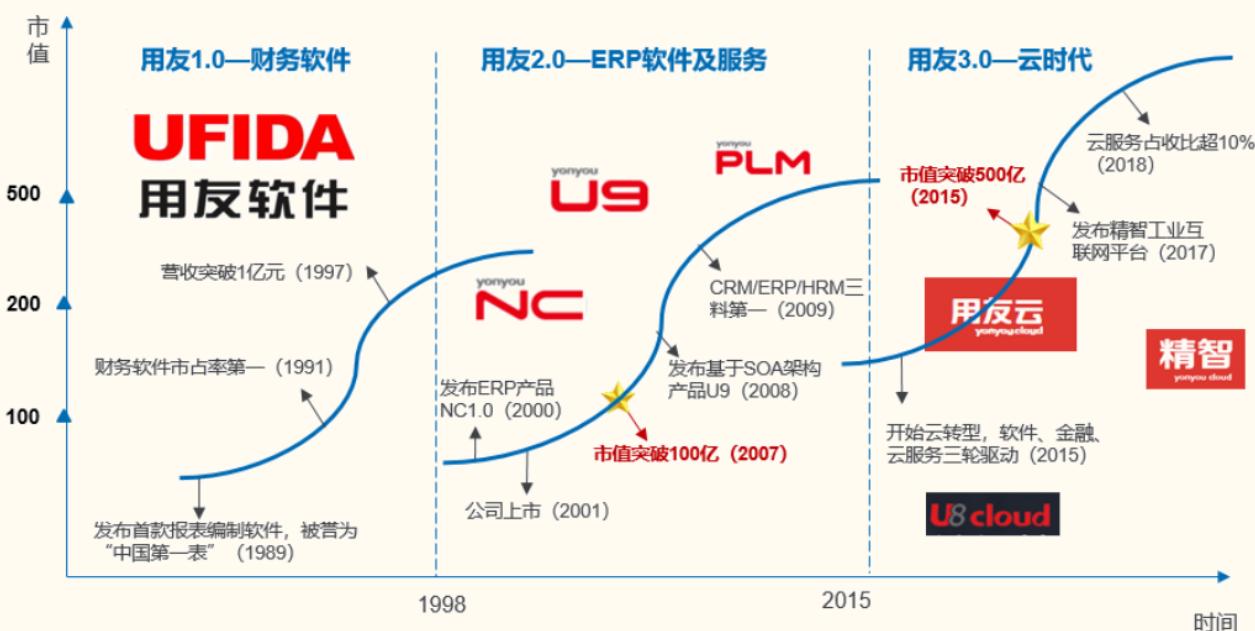
图表 8: 预收账款加速增长, 18 年突破 10 亿.....	6
图表 9: 经营现金流高速增长, 18 年突破 20 亿	6
图表 10: 人均创收稳健增长, 18 年达 47.9 万	7
图表 11: 人均创利显著回升, 18 年超 5 万	7
图表 12: 用友软件产品条线覆盖全面, 最大化满足企业级市场多样化需求.....	8
图表 13: 畅捷通支付交易额 (亿元)	8
图表 14: 友金所累计成交金额 (亿元)	8
图表 15: 用友精智工业互联网平台.....	9
图表 16: 各省企业上云政策.....	10
图表 17: 2020 年全国各省市企业上云发展规划目标 (万家)	11
图表 18: 2020 年全国各省规划发展云应用服务商 (家)	11
图表 19: 2020 年全国各省规划行业云平台 (个)	11
图表 20: 全球公有云市场规模 (亿美元)	12
图表 21: 我国公有云市场规模尚不及全球 1/10.....	12
图表 22: 后发厂商加速成长, 国内公有云格局或迎来重构	13
图表 23: 城市“用云量”与数字经济规模对比	13
图表 24: 预计 2020 年传统企业用云量占比超 10%。	13
图表 25: 2022 年我国 SaaS 市场规模有望超 58 亿美元	14
图表 26: 采购 SaaS 企业结构向大中型转移	15
图表 27: 生态构建三要素: 用户、长板、控制点.....	16
图表 28: 鳌鹏计划全面超标完成, 19 年目标实现入驻伙伴突破 5000.....	17
图表 29: 鳌鹏计划 2019 生态目标.....	17
图表 30: 用友控制点逐渐完善, 生态构建地位日益稳固	18
图表 31: 17 年全球混合云占比达 67%.....	19
图表 32: 2023 年全球混合云市场将达 1400 亿美元.....	19
图表 33: 用友以云平台为核心构建行业生态	19
图表 34: 用友 gPaaS 中台战略	20
图表 35: 公司销售人员占比持续超 17%	21
图表 36: 用友网络 2019 年云 ERP 推广战略	21
图表 37: 用友云平台已发布 52 款云融合产品	22
图表 38: 用友云服务逐渐成熟, U8 Cloud 续约率超 80%	22
图表 39: 用友网络 2019-2021 年业绩预测	23
图表 40: 可比公司估值情况.....	24
图表 41: 海外 SaaS 厂商营收增速 50%+时期 PS 走势	24

一、云业务增势迅猛，年轻化治理提升内部效率

1.1 深耕企业级市场 30 年，用友 3.0 战略延续 S 曲线成长性

企业级服务龙头，S 曲线延续成长，云战略打开新 30 年。用友深耕企业级市场 30 年，业务发展整体经历三个阶段：1) 用友 1.0 时期（1988-1998），以财务软件起家，产品在 90 年代已成为应用最广泛的专业报表软件，初步奠定了公司在企业级市场的领先地位。2) 用友 2.0 时期（1999-2014），由财务软件向管理软件进行转型，以 ERP 切入企业全生命管理周期。2.0 阶段公司成功上市且市值突破百亿，同时实现 CRM/ERP/HRM 等多产品市占率第一，稳居国内企业服务软件龙头地位。3) 用友 3.0 时期（2015-），明确软件+金融+云三轮驱动战略，开启云转型时代，实现市值突破 500 亿。2018 年公司云服务收入增长 108%，整体占收比超 11%。我们认为，云转型将助力公司实现 S 曲线成长的连续性，加速高端及长尾市场的拓展。产品力、运营力及生态力驱动下，有望向千亿市值实现突破。

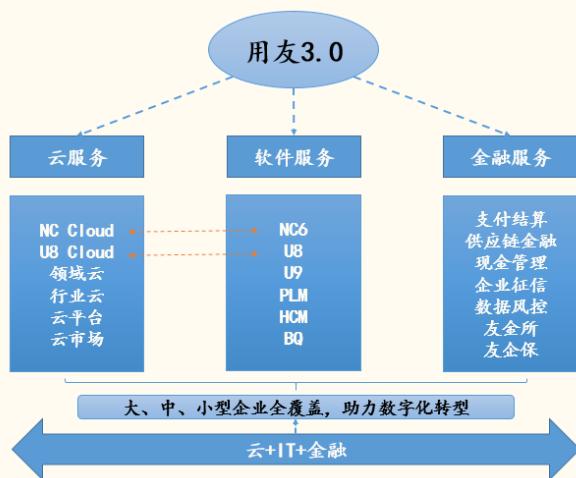
图表 1：用友网络 S 成长曲线，云转型开启产业互联网时代



来源：公司官网，公司年报，国金证券研究所

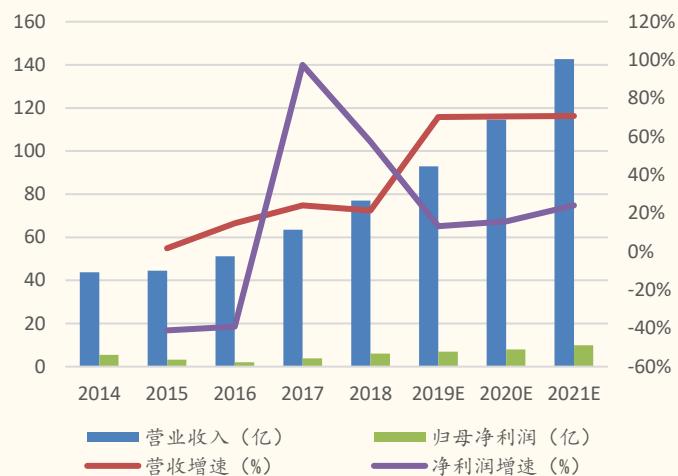
业务布局三轮驱动，云服务及金融业务高成长。公司目前形成了以软件、金融服务、云服务为三大核心的业务结构。软件业务方面，公司已经成为国内最大的企业管理软件厂商，龙头地位显著。在金融服务领域，公司一直保持稳定高成长。18 年实现收入 12.43 亿元，同比增长 54.8%；截至 19Q1，互联网投融资业务累计撮合成交金额 439.38 亿元，同比增长 65.8%。云业务方面，18 年实现收入 8.51 亿，同比增长 108%；截止 19Q1，云服务注册客户数达 477 万家，付费数达 37.98 万家，同比增长 46.3%。

图表 2：软件+金融+云服务三轮驱动



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：云服务及金融业务拉动收入增速回升



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：云服务收入高速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 5：金融业务高速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 研发、销售高投入，经营现金流及预收款齐增长

研发费用维持高位，云业务投入占比近半；销售费用率未来有望伴随客户续费率提升进一步下降。公司自15年宣布云转型后，研发投入一直维持高位，占收比超过19%。2018年公司研发投入达14.86亿元，占收比达19.29%，其中对云业务的投入比重达48.3%。公司处转型关键期，新产品陆续推出升级，预计未来研发投入仍将维持高位。销售投入方面，公司18年销售费用达16.49亿，占收比达21.40%。我们认为，长期看，云转型成功将带来费用率下滑。伴随公司云客户ARPU值及续费率提升，未来在销售方面的投入相对传统软件时代将产生较大幅下滑，最终转化为利润。

图表 6：研发投入占收比维持 19%+



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：销售费用率未来有望进一步下降



来源：公司年报，国金证券研究所

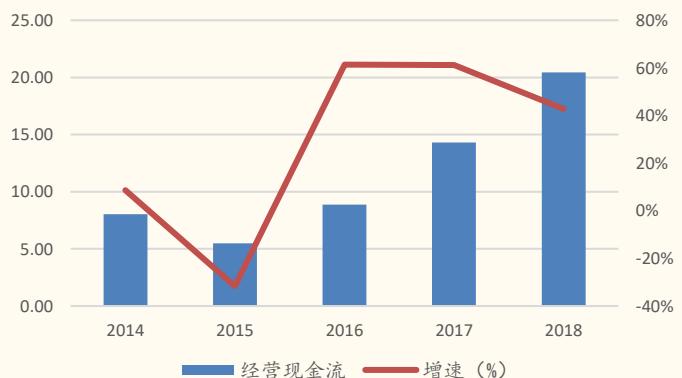
预收款及经营现金流齐增长，印证云转型效果显著。我们认为，对于云转型企业，受年费逐期确认收入影响，预收账款及经营现金流可作为云业务发展的先行指标。15年起，公司两项指标均进入稳健增长期。18年预收账款达 10.8 亿元，同比增长 26%；经营现金流达 20.43 亿，同比增长 43%。先行指标的高速增长预示公司 19 年业务的稳健发展，印证云转型效果正逐渐显现。

图表 8：预收账款加速增长，18 年突破 10 亿



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 9：经营现金流高速增长，18 年突破 20 亿



来源：公司年报，国金证券研究所

1.3 管理层更换，年轻化治理有望进一步提升内部管理效率

管理层年轻化为公司成长注入新动力，人效有望进一步提升。公司于 19 年 1 月 3 日发布公告，创始人王文京卸任，由陈强兵接任公司总裁。新任总裁年仅 43 岁，自 2000 年加入用友，2016 年起担任公司执行总裁，主要负责用友营销业务、高端业务与云业务发展，产品及管理经验丰富。除总裁外，18 年公司 85 后干部任命增加了 100%，目前核心中层管理岗及关键研发岗位大多处 30-35 岁之间。目前公司内部实行末位 10% 淘汰制，我们认为，公司正积极推动干部年轻化，调整内部激励机制，未来能够进一步提升内部管理效率，从“重管理”向“强管理”转型。

用友自转型起人效水平持续提升，2018 年公司人均创收达 47.9 万，同比增长 14.8%；人均创利达 5.0 万，同比增长 36.7%。我们认为，伴随内部管理年轻化、高效化，未来人效有望进一步提升。

图表 10：人均创收稳健增长，18 年达 47.9 万



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 11：人均创利显著回升，18 年超 5 万



来源：公司年报，国金证券研究所

1.4 云业务增势迅猛，预计 2021 年占收比超 35%

生态优势领先，云转型持续深化，预计 2021 年云收入占比超 35%。我们认为，SaaS 行业未来的发展是生态化，用友目前在业务生态构建上显著领先。公司推出鲲鹏计划积极构建生态体系，18 年多项指标均超额完成，生态发展势头迅猛。2019 年公司目标实现入驻伙伴 5000+，入驻产品及服务 8000+，同时投入生态伙伴发展配套基金 16 亿。产品方面，公司 18 年底推出面向大型集团客户的 NC cloud，采用混合云架构，打造数据、业务及技术中台，提供灵活、敏捷的云服务；19 年 8 月计划推出完全基于公有云的 U8 cloud 3.0。我们认为，伴随公司云业务条线覆盖全面，未来产品力有望进一步强化。我们预计 19 年云服务仍能保持翻倍式增长；至 2021 年，云业务占收比有望超过 30%。

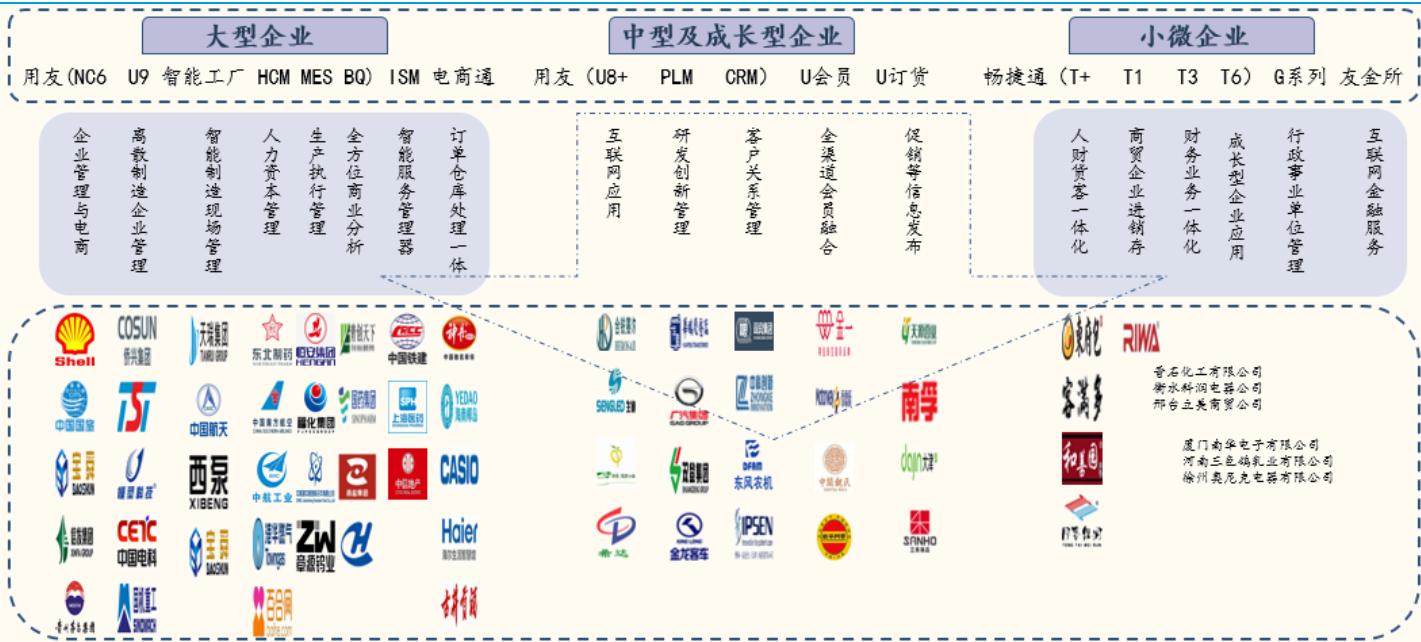
二、业务布局三轮驱动，工业互联网根基深厚

2.1 业务布局三轮驱动，云服务及金融业务高成长

软件产品线覆盖全面，客户结构定位清晰。17 年公司在 ERP 软件市占率达 28.9%，超过第二、三名总和；在财务管理软件市场份额达 24.6%，占据首位 (CCID)。传统软件业务方面，公司客户定位能力突出，业务条线划分细致，针对不同规模/业务的客户推出相应产品。

NC 系列定位 1000 人以上的大型企业客户；U8 系列针对 500-100 人的中型及成长性企业；畅捷通系列针对小微市场。我们认为，相较同业，用友在个性化方面一直较为领先，软件时代公司通过精细的产品线划分来满足企业级客户的多样化需求；云化时代，用友同样延续细致入微的定制化服务。

图表 12：用友软件产品条线覆盖全面，最大化满足企业级市场多样化需求



来源：公司官网，国金证券研究所

云产品线日益完善，中台策略助力企业数字化转型。公司针对客户规模最大的成长型企业推出云化产品 U8 Cloud 及小微客户产品畅捷通云，2019 年 1 月推出针对大型集团客户的云化产品 NC Cloud，计划下半年推出全公有云架构的 U8 Cloud 3.0。平台层面，公司推出中台战略，以“业务中台+数据中台+技术中台”助力企业数字化转型，前端应用场景组件化，能力沉淀至中台统一处理、迭代，提供“SaaS+PaaS+DaaS+BaaS”多类型服务。企业级市场云服务趋向多业态，未来不仅仅是 SaaS 应用层服务，还包括数据、金融、平台等多类型服务，企业的数字化转型是多业态服务的融合。

金融业务高速增长，生态协同效应显著。公司支付业务与软件及云结合，打通营销、采购等多业务环节，近年来进入高速增长状态。2018年支付业务实现收入1.55亿元，同比增长81.8%。公司旗下控股子公司友金所致力于提供互联网投融资信息服务，2018年实现收入1.09亿元，同比增长51.8%，受政策监管趋严影响，预计未来公司将适度控制成长规模。我们认为，伴随公司金融业务布局完善，金融创新服务将更多融入到企业业务场景中，与软件及云业务协同效应显著。

图表 13: 畅捷通支付交易额 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14: 友金所累计成交金额 (亿元)



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

2.2 工业互联网平台先发优势显著，客户积累深厚

深度参与各省市“企业上云”计划，工业互联网落地不断。用友精智是国内领先的工业互联网平台，截止目前平台注册企业数超过 46 万家，连接设备数达 57 万台，累计工业模型 1050 个，工业 APP1949 个，活跃用户达 198 万人。

近年来，政策大力推动工业互联网发展，18 年 6 月，工信部印发《工业互联网发展行动计划（2018-2020 年）》的通知，8 月印发《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》。工业互联网作为制造企业上云、实现数字化转型的重要方式被各地方政府重视。截止 2018 年 12 月，用友与江西、浙江、湖北、湖南、上海、天津、贵州、重庆、福建、山东淄博、浙江杭州等多地省市政府部门签署了企业上云及工业互联网战略合作协议，参与建设 7 个地方政府主导的工业互联网平台。

平台技术实力雄厚，降本提效效果显著。用友平台技术积累深厚，在全国各地成功帮助众多企业客户实现是“上云、上平台”应用及建设。18 年湖北工业云平台上线一个月内协助 5000 家企业实现上云，18 年帮助湖北 10000 家企业实现上云及工业互联网转型，有效地助力湖北政府实现“企上云”工程。

公司帮助模塑科技进行数字化升级，实现“集团管控到业务，运营到生产执行，再到现场管理”的 4 层全通路管理，业务完全打通、数据完全共享。组织业务协同从过去 16 步缩减至 4 步；内部协作效率提升 3-4 倍，成品降至库存，半成品库存由原来的 1-2 个月，降低为 3 天；生产效率大幅提升，产能由每年 160 万套增长到 230 万套。

图表 15：用友精智工业互联网平台



来源：公司官网，国金证券研究所

三、产业互联网迎变革，SaaS 发展定制化是必然趋势

3.1 政策加持+企业数字化需求推动 To B 市场迎来新机遇

3.1.1 先实施后补助，政策大力落到实处

“企业上云”政策落到地方实处，加速推进云计算全国落地进程。国家高度重视云计算产业发展，层层推进云在产业中的深入渗透。2016年明确将云计算作为国家信息化发展战略的核心地位，提出“制造业+互联网”公共平台的建设。2017年云计划发展三年行动计划中提出引导企业开发各类SaaS应用，到2018年国家提出“企业上云”战略目标：2020年全国新增上云企业100万家，形成标杆应用案例100个以上。2019年政府工作报告中指出未来打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能。国家做顶层设计，各省政府也根据实际情况将“企业上云”、“行业云平台”的建设目标落到实处。

政府主要通过两个方面加速企业上云的进程：一是通过公有云平台、电信运营商降费方式，降低企业信息化建设一次性投入成本和网络使用成本30%以上；二是加大财政补助，采取服务券后补助方式。企业使用云上平台、实施数字化网络化智能化升级后才获取补助。有别于传统的先补助后实施的政策模式，先实施后补助的方式最大程度的发挥政策效能。政策从战略提出到逐步落到实处，我们认为目前云计算行业迎来新一轮高速发展的时期。

图表 16：各省企业上云政策

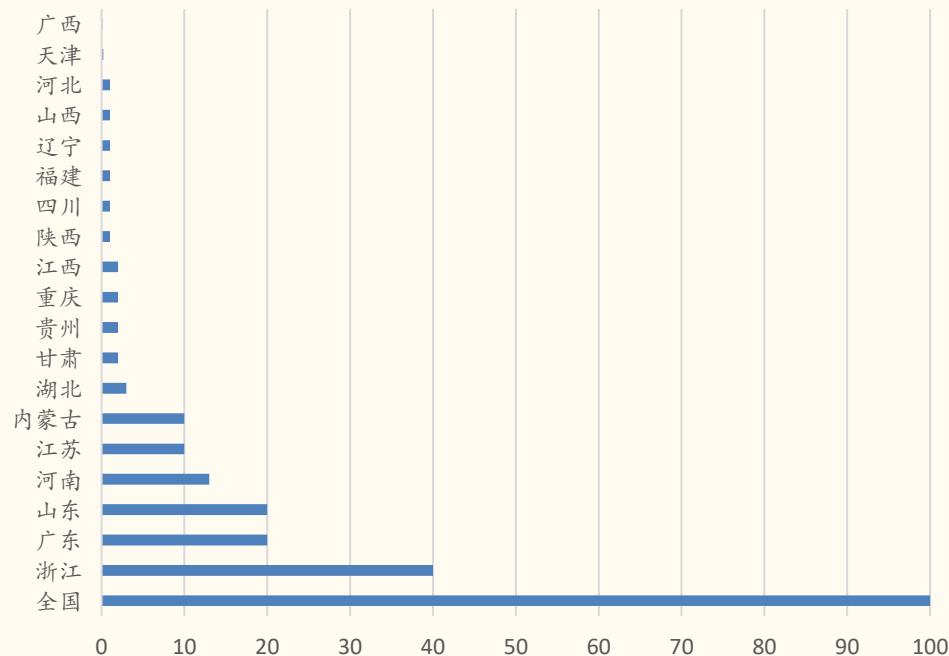
地区	政策	主要内容
浙江	《浙江省深化推进“企业上云”三年行动计划（2018-2020）》	到2020年，全省将实现上云企业达到40万家，打造云应用标杆企业300家，培育发展国际领先的云平台1个、国内领先的行业云平台20个，发展云应用服务商300家
广东	《广东省深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网方案及配套政策措施》	到2020年，支持1万家工业企业运用工业互联网新技术、新模式实施数字化网络化智能化升级，辐射带动20万家企业上云
山东	《山东省“企业上云”行动计划（2017-2020）》	三年时间推动上云企业达20万家，企业上云的信息化投入每年超过30亿元，节约信息化建设成本每年超过60亿元。
江苏	《加快推进“企业上云”三年行动计划的通知》	到2020年底，新增上云企业10万家，培育20家以上具有国内一流水平的云应用服务商
湖南	《湖南省中小企业“上云”行动计划（2018）》	到2018年底，实现全省上云中小型企业达到10万家，培育上云标杆企业30家；培育本省综合云平台5家、行业应用云平台10家、核心云服务机构20家
河南	《河南省“企业上云”行动计划（2019-2020）》	三年内推动省内3万家工业企业上云，带动10万家企业上云，节约信息化建设成本每年超过30亿元
重庆	《重庆市深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网实施方案》	到2020年，2万家企业“上云上平台”，培育10家龙头引领企业
四川	《四川省“两化深度融合，万家企业上云”行动计划（2018-2020）》	到2020年，引进和培育重点云服务商10家，新增上云企业10000家以上，甄选上云示范企业100家
辽宁	《辽宁启动“企业上云”工程云服务助力转型振兴》	到2020年，推动全省“上云”企业达到1万家；着力构建“企业上云”生态产业链、市场推广、发展环境等“三个体系”建设
山西	《山西省“企业上云”行动计划（2018-2020）》	2018年重点推3000户企业上云，2020年推动1万户企业上云
福建	《福建省加快推动企业“上云上平台”行动计划（2018-2020）》	到2020年全省上云企业超过万家
广西	《广西壮族自治区“企业上云”行动实施方案》	力争到“十三五”末，实现“千家企业上云”的机会目标
甘肃	《甘肃省工业企业上云推进大会》	计划到2020年推动2万户工业企业上云
陕西	《“云助三秦，智赢未来”助推陕西万家企业上云启动大会》	到2020年，实现万家上云的规划目标
贵州	《关于实施“云使用券”助推“企业上云”的通知》	2018年，贵州省上云企业突破10000户，预计到2020年上云企业突破2000户
江西	《江西省推进“企业上云”行动计划（2018-2020）》	到2020年，全省2万家企业上云上平台，培育上云标杆企业100家，培育云服务应用服务商50家，建设10-15个行业云平台，打造企业上云体验中心10个
河北	《河北省企业上云三年行动计划（2018-2020）》	到2020年实现10000家企业上云
天津	《天津工业企业“上云上平台”三	到2020年，全市新增上云企业2000家以上，形成典型标杆应用案例100个

地区	政策	主要内容
年行动计划》		

来源：各省政府文件、国金证券研究所整理

未来 2 年企业上云的需求有望迅速放量。从已经发布文件的 19 个省市的云计算政策规划目标来看，到 2020 年共新增上云企业 130.3 万家，主要集中在浙江、广东及山东等地区，其中单单浙江省就有 40 万家的规划目标。

图表 17：2020 年全国各省市企业上云发展规划目标（万家）



来源：各省政府文件整理、国金证券研究所

云应用厂商服务趋向多样化，技术快速迭代满足客户需求。政策不仅助力需求端企业上云，同时也促进供给端云应用服务提供商的创新。目前 19 个省市发布文件中，4 个省明确了规划云应用服务商的数量，其中浙江省预计发展 300 家；3 个省明确了规划行业云平台的数量，浙江省依然是走在前列预计搭建 20 个云平台。

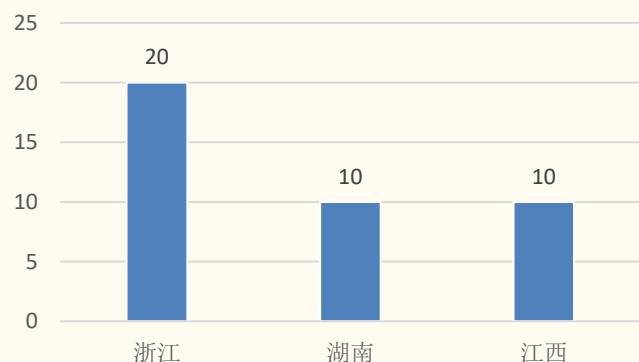
需求+供给同时享受政策加持，未来两年我国云计算有望进入加速成长期。

图表 18：2020 年全国各省规划发展云应用服务商（家）



来源：各省政府文件整理、国金证券研究所

图表 19：2020 年全国各省规划行业云平台（个）

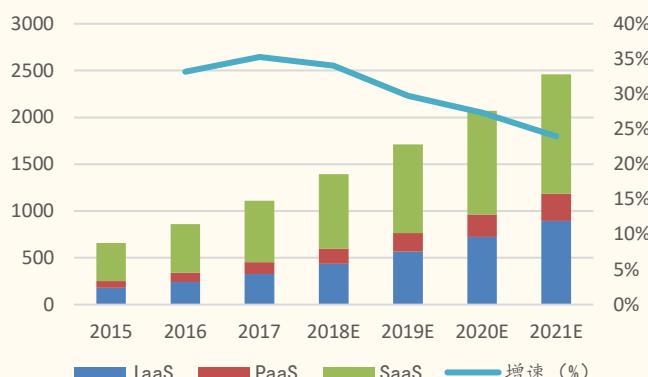


来源：各省政府文件整理、国金证券研究所

3.1.2 企业数字化进入快速发展期，SaaS 需求有望迎来爆发

中国云计算市场规模尚不及全球市场十分之一，长期发展具备较高确定性。据 Gartner 统计，2017 年全球云计算市场规模达 1110 亿美元，增速 29%；预计到 2021 年，全球规模达到 2461 亿美元，CAGR 达 22%。2017 年我国云计算市场规模达 691.6 亿元，增速 34%；私有云规模为 426.8 亿元，增速 24%；据信通院数据，2021 年我国公有云市场规模将达到 902.6 亿元。对比全球公有云市场规模，我国尚不及全球市场十分之一份额，我们认为，伴随产业互联网发展深化，我国云计算市场中长期仍将保持高度景气。

图表 20：全球公有云市场规模（亿美元）



来源：Gartner，国金证券研究所

图表 21：我国公有云市场规模尚不及全球 1/10



来源：信通院，国金证券研究所

巨头入局推动产业互联网进程加速。18 年以来，国内外科技巨头布局重点纷纷转向产业互联网，加速推动行业发展进程。国内厂商中，**阿里推出 ET 大脑赋能传统行业**，在城市、工业、农业、医疗等垂直行业推出相应的 ET 大脑产品，与合作伙伴共同推动技术落地。**腾讯变革组织架构，战略转型产业互联网。**2018 年 9 月 30 日，腾讯宣布公司架构调整，新成立“云与智慧产业群”及“平台与内容事业群”，将整合腾讯云、互联网+、智慧零售、教育、医疗等行业解决方案，推动产业的数字化升级。海外厂商中，**微软自 2014 年宣布云为先战略后，开始将业务重心转向 2B。**以技术赋能的方式积极与合作伙伴构建行业解决方案，寻求智能云落地应用场景，拓展企业级市场。通过生态布局的方式，微软迅速将自身云服务渗透至各行业的企业应用中，2018 年市值超越苹果重新回到全球第一位置。我们认为，微软市值的反超或能反映资本市场对产业互联网未来发展的认可。

国内云计算市场增速不断走高，印证企业数字化转型需求逐渐释放。2018 年，公有云市场后发厂商发力布局，华为、百度、浪潮、京东等均得益于强大的研发和生态实力，实现了高达市场平均水平 2-8 倍的增长。巨头入局导致行业短期集中度下滑，长期看，我们认为，云计算市场仍是规模效应显著行业，未来集中提升仍是必然趋势。从成长性看，2018H2 我国公有云市场增速再创新高，同比增长 88.4%，整体公有云市场规模突破 40 亿美元。我们认为，市场规模加速扩展印证国内企业数字化转型需求正逐渐显现。

图表 22：后发厂商加速成长，国内公有云格局或迎来重构

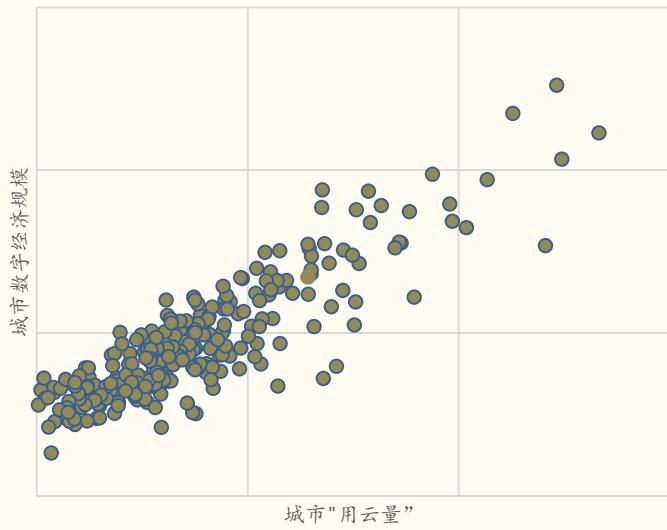


来源：IDC，国金证券研究所

我国正由 Cloud 1.0 向 2.0 时代转换，传统企业开始逐渐上云，预计至 2020 年传统企业用云量占比超 10%。根据腾讯发布的企事业单位用云量报告，2017 年中国互联网行业“用云量”占全国总量的 79.1%，其中视频游戏占比达 50%；政务服务的增速最快，达 1063.3%，用云量占比 1.2%；传统行业增速第二，达 278.6%，占比 1.4%。我们认为，受行业监管趋严影响，2019 年视频游戏行业用云量将产生一定下滑；同时受益于公共服务数字化进程加快、政府推动传统企业上云力度加强，2019-2020 年政务及传统行业用云量将产生较大幅度上涨，预计到 2020 年传统行业用云量占比将超 10%。

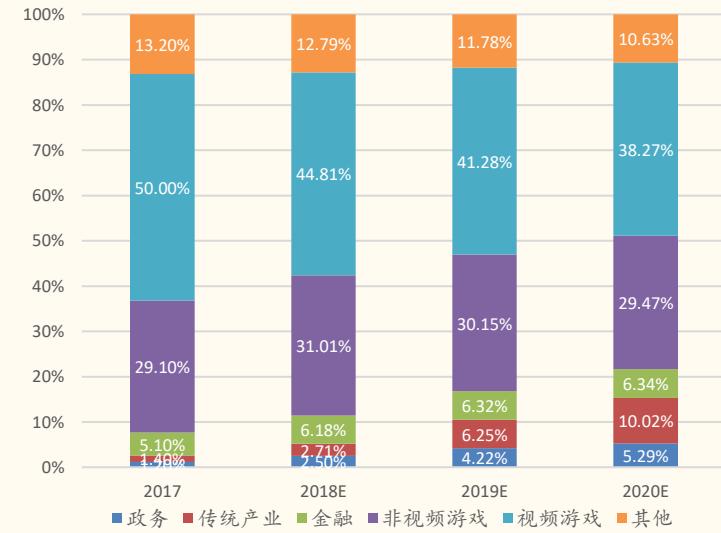
我们认为，我国云计算尚处发展初期，短期内市场仍将 IaaS 服务为主导；未来伴随市场发展成熟，传统企业上云广度及深度提升，我国云计算市场将发生结构性变化，SaaS 价值将逐渐凸显，带动其市场份额扩大。

图表 23：城市“用云量”与数字经济规模对比



来源：腾讯研究院，国金证券研究所

图表 24：预计 2020 年传统企业用云量占比超 10%。



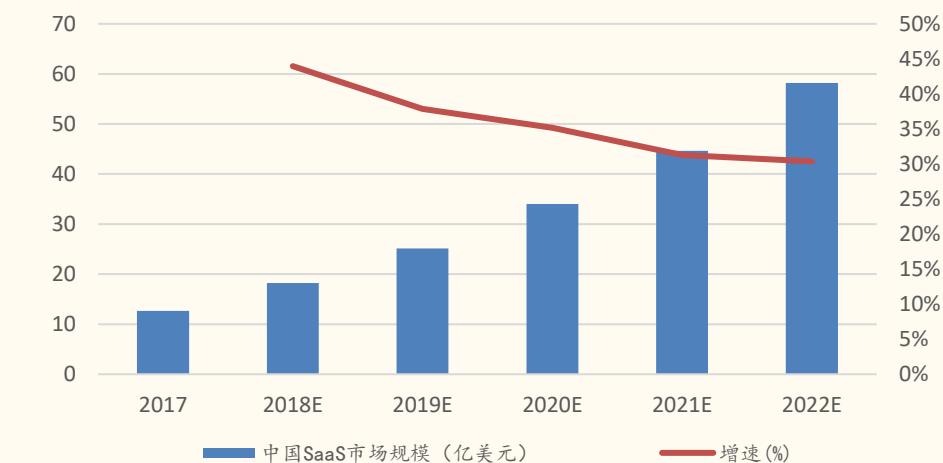
来源：腾讯研究院，分析师预测，国金证券研究所

3.2 SaaS 引发商业模式变革，长尾客户+数据价值提升市场规模

SaaS 商业模式改变，长尾效应+数据价值大幅提升市场规模。SaaS 的订阅模式将过去的一次性大额支付转为多年持续小额支付，商业模式的改变带来三点变化：1) 软件服务商由过去卖产品向卖服务转型，行业定制化属

性愈发显著；2) 拓展长尾客户：年费制使小微企业具备购置能力，截止2017年我国小微企业数量达到2328万家，占企业总数82.5%，大幅拓宽下游客户群体；3) 数据打通带来更大服务价值，提升产品力及ARPU值。SaaS时代，企业经营数据能够实现客户-供应链-财务等环节全面打通，大幅提升数据价值。我们认为，长尾客户+数据价值将大幅提升软件行业市场规模。IDC数据，2018年我国SaaS市场增速是传统软件市场8倍，预计至2022年，我国SaaS市场规模有望超过58亿美元。

图表 25：2022 年我国 SaaS 市场规模有望超 58 亿美元



来源：IDC，国金证券研究所

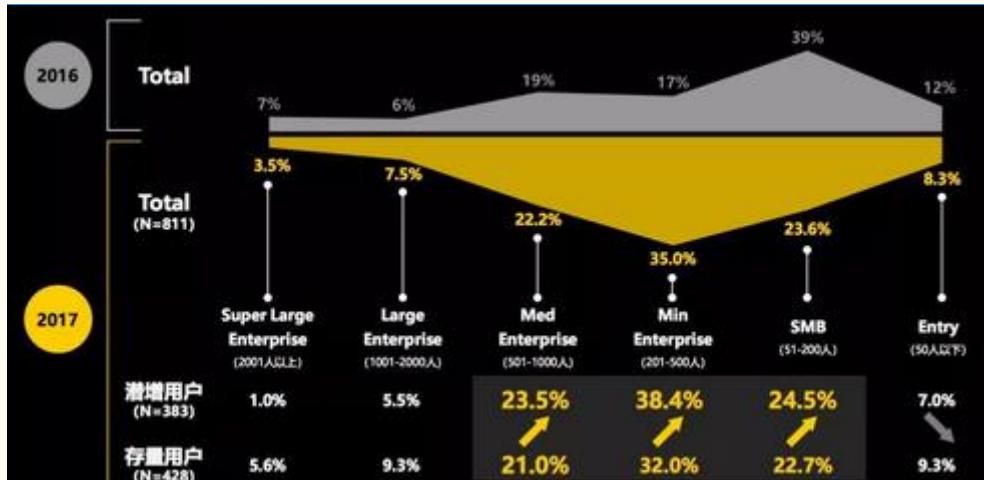
软件企业的云转型不是简单上云，而是向 SaaS 及“AI+大数据”同时转型。我们认为，云计算时代，企业数字化转型的动力在于通过技术降本增效，甚至探寻新的商业模式。这对深入企业业务层面的软件服务商提出更高技术要求，如 Salesforce 16 年推出 AI 产品 Einstein，能够自动根据企业经营数据挖掘潜在客户，提升转化率。我们认为，软件企业的云转型往往不是简单的业务上云，而是向 SaaS、AI 及大数据同时转型，往往伴随较长期、高水平的研发投入。

3.3 企业级市场需求分散，定制化程度高，平台+生态是行业发展必然趋势

SaaS 行业的盈利本质体现在高客户粘性带来的长期业绩激活，推动厂商由产品向服务转型。传统软件行业售卖 License 获取大部分收入，后续仅收取每年维护升级费用。SaaS 时代，订阅制的收费模式需要客户按需支付年费。商业模式的改变使得客户转移成本大幅下降，软件服务提供商如何最大化客户体验，提升客户留存率变为主要的经营重点。SaaS 时代，软件厂商由产品向服务转型。

具备强付费能力的大中型客户仍是行业竞争重点，大中型需求正逐步释放。尽管 SaaS 带来了长尾市场，但小微企业的经营状况不稳定，流失率高，付费能力低。我们认为，最终决定 SaaS 企业行业地位的仍然是具备高付费能力的大中型客户，大企业的使用粘性往往更强（更高的留存率及 ARPU 值），同时由于集团内部架构及业务流程复杂，对 SaaS 软件的定制化需求远高于小微企业。我国采购 SaaS 的企业结构正向大中型转移，从数据来看，采购 SaaS 比重最高的客户群体由 16 年的 SMB 转为 17 年的 Min Enterprise。我们认为，未来两年我国大中型企业数字化需求有望集中释放，能够满足集团型客户多样化需求的 SaaS 企业将迅速确立及巩固自身市场地位，2019-2021 或成为行业格局确定的关键时期。

图表 26：采购 SaaS 企业结构向大中型转移



来源：T 研究、国金证券研究所

通用领域面临激烈竞争，企业级市场需求多样化，平台+生态是行业发展必然趋势。我们认为，产业互联网时代，各垂直行业特性千差万别，企业的业务需求各不相同，难以像消费互联网时代通过某个标准化 App 实现流量的迅速爆发。不具备行业纵深的科技巨头难以通过自身业务布局实现全行业覆盖，故龙头企业将依托技术、资源等实力构建生态闭环，在各领域与深刻了解行业需求的厂商合作，优势互补实现技术落地。不同于垂直型 SaaS 市场，ERP、CRM 等通用型企业管理软件市场进入壁垒较低，八百客、销售易、teamambition、纷享销客等原生 SaaS 厂商纷纷入局争夺份额。我们认为，“平台+生态”模式将成为巨头布局产业互联网的重要手段。深耕行业多年经验丰富的传统软件巨头（如金蝶、用友）或具备较强生态构建能力的互联网厂商（如阿里钉钉）未来最有希望在 SaaS 行业取得头部位置；无力构建完整生态的 SaaS 厂商将专注纵深领域，在细分市场获取优势，或选择成为巨头生态的参与者。

四、生态领导者地位确立，控制点持续扩张

4.1 生态构建三要素—用户、长板、控制点

我们认为，生态化发展是 SaaS 行业的必然趋势，用友是未来最有希望成长为生态构建者的企业之一。经过多年布局，公司正在由过去的产品型企业向平台型转变，生态已经成为用友在云时代最大特性之一。

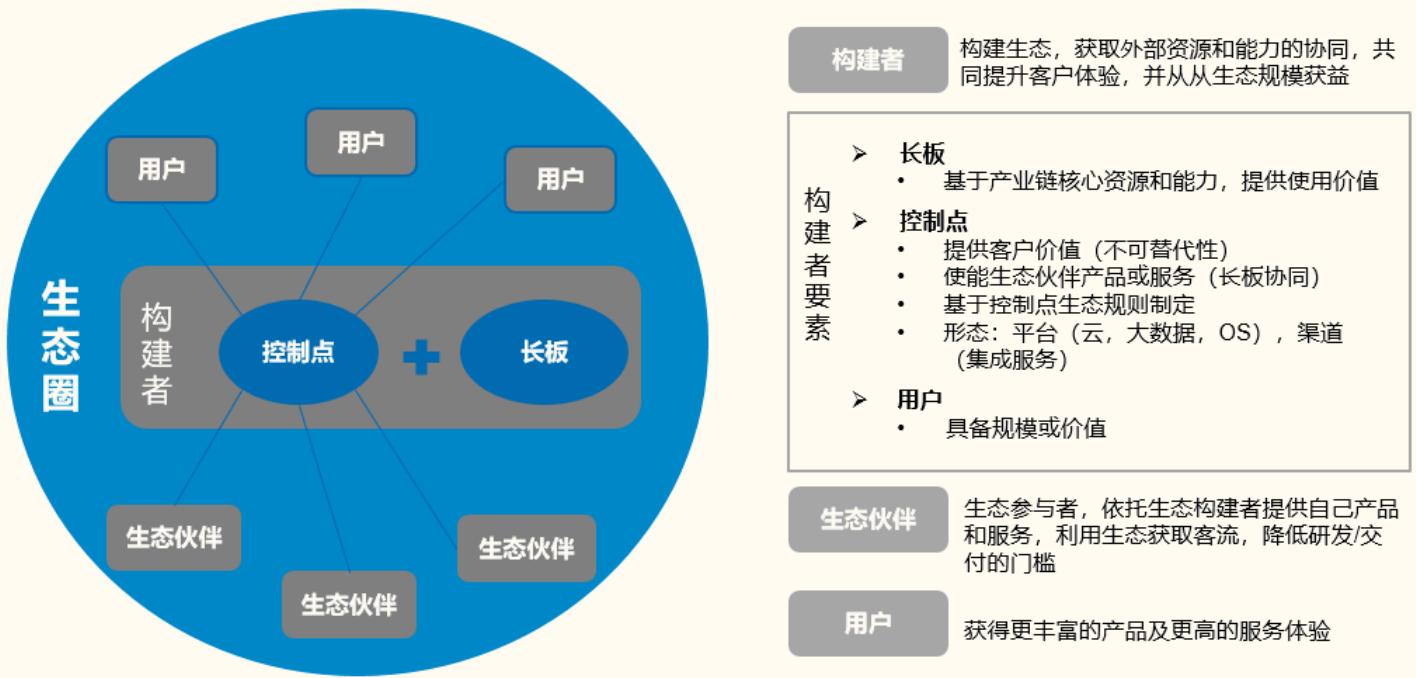
通过产业链调研及对行业的深入研究，我们总结了构建生态的三要素：1) 用户；2) 长板；3) 控制点。

1) 用户价值是构建生态的基础：平台/生态型企业需要向合作伙伴提供技术支持，同时整合资源向客户需求进行对接，由行业竞争者向赋能转变，最终实现从生态中获益。企业的用户规模/价值是决定能否吸引合作伙伴入驻的基础。

2) 长板是企业立足行业核心能力：个体企业通过行业竞争最终建立起自己的竞争壁垒，过程中需要具备许多优势。我们认为，长板是企业树立壁垒的核心优势，是其能否在竞争中胜出的关键所在。

3) 控制点是企业与用户及生态伙伴的交互口，提供客户价值或使能合作伙伴。我们认为，控制点是生态构建者与客户或伙伴产生交互的入口，是企业竞争优势的最终体现。对客户产生使用价值，对合作伙伴进行赋能和资源整合，具体的表现形式可以是平台、产品、渠道等，企业在控制点中往往掌握规则制定的主动权。生态构建的越完善，企业的控制点越多。

图表 27：生态构建三要素：用户、长板、控制点



来源：华为，国金证券研究所

4.2 用友生态构建持续完善，鲲鹏计划效果显著

我们认为，用友深耕企业级市场行业 30 年，是目前国内 SaaS 行业内生态构建最完善的软件企业。用户规模积累深厚，长板优势显著，控制点不断扩张，是未来最有希望成长为生态型企业的 SaaS 厂商之一。

鲲鹏计划成效显著，2019 年目标实现入住伙伴突破 5000。公司利用资源及技术优势在生态构建上持续发力，2018 年公司推出鲲鹏计划，大力拓展渠道分销伙伴、咨询实施服务伙伴、云市场伙伴、云平台开发伙伴及战略伙伴。18 年公司生态目标全部超额完成，年底拓展生态合作伙伴数量达 3542 家。2019 年，公司目标发展合作伙伴数量突破 5000 家，上线产品及服务 8000 家，同时公司拿出 16 亿生态伙伴发展配套基金，进行产业投资，扶持伙伴成长。截止 18 年底，公司累计投资项目达 43 个。

我们认为，未来 SaaS 行业的竞争是生态化的，用友是目前国内 SaaS 市场上生态构建最领先的软件企业，我们看好龙头依托资源及经验优势在云服务时代快速转身，扩大领先优势。

图表 28：鲲鹏计划全面超标完成，19 年目标实现入驻伙伴突破 5000


来源：2019 商业合作伙伴大会，国金证券研究所

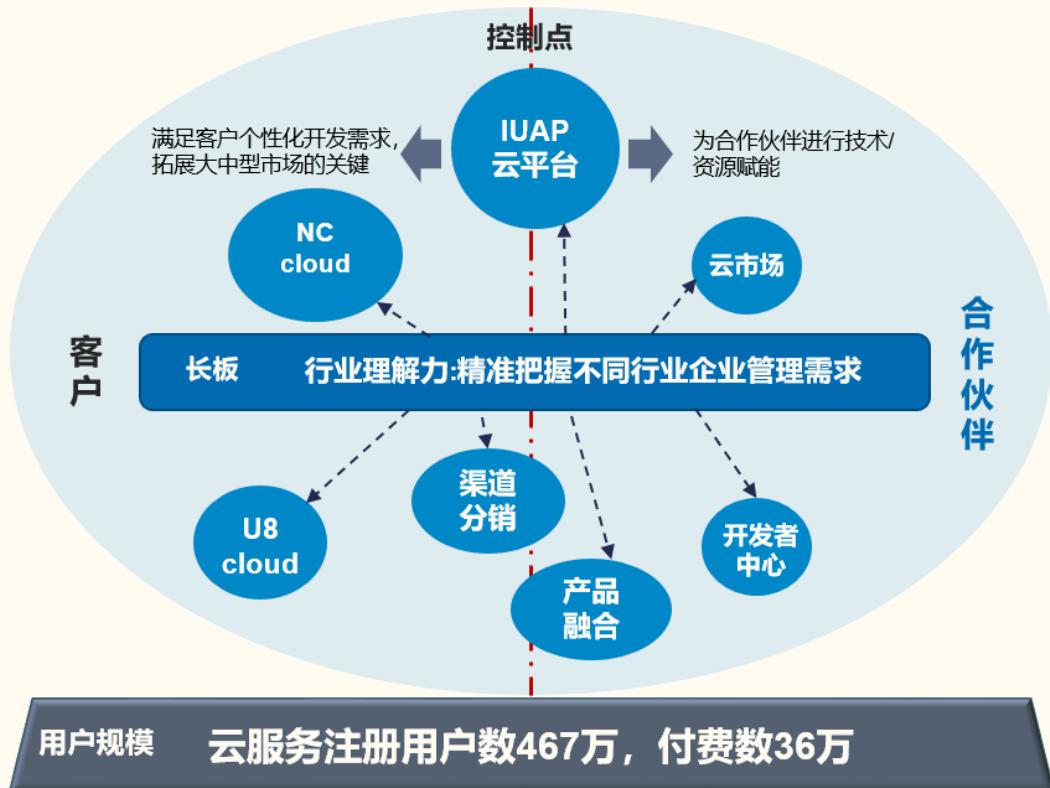
图表 29：鲲鹏计划 2019 生态目标


来源：2019 商业合作伙伴大会，国金证券研究所

4.3 用户规模庞大，长板优势显著

用户规模庞大，大中型市场品牌效应强。传统 ERP 软件时代，公司一直占据国内企业级市场龙头位置，市场份额接近 20%。在国内 500 强大企业市场中优势显著，公司通过 30 年布局，已经在大中型市场树立起较强品牌效应。云转型后，云服务客户数量迅速扩张，截止 2018 年，云注册用户数 467.2 万家，付费客户数达 36.19 万家。我们认为，用友的客户规模大，付费潜力强，公司已具备构建生态的基础条件。

图表 30：用友控制点逐渐完善，生态构建地位日益稳固



来源：公司公告，国金证券研究所

长板—深耕企业级市场 30 年，客户需求把控精准，行业理解力显著领先。不同企业的经营模式及管理需求差异性较大，大企业内部管理流程复杂，对管理软件厂商的场景化能力提出较高要求。以 ERP 软件为例，一款 ERP 产品需要在客户实施过程中不断填坑优化，项目实施经验越多的企业越能理解客户的业务需求。另一方面，具备深刻场景理解力的企业才能够将业务组件化、模块化，最终通过技术平台对合作伙伴进行赋能。用友作为行业龙头，经历 30 年发展，在持续的实施升级过程中迭代优化自身产品及项目经验，能够对客户的管理需求及流程有较深刻把握。

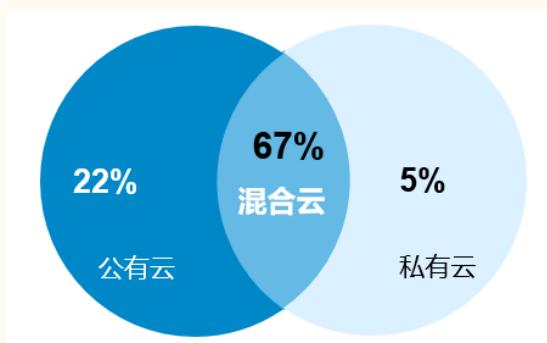
控制点逐渐完善，生态霸主地位日益凸显。我们认为，公司的四大优势控制点分别为：1) NC Cloud 提升大中型市场竞争力；2) IUAP 云平台—构建生态的基础设施；3) 庞大渠道分销网络推动云产品快速落地；4) 产品融合能力整合合作伙伴资源。

4.4 产品力持续提升，混合云架构助力拓展大中型市场

产品力持续提升，研发投入维持高位，客户覆盖体系逐渐完善。公司自宣布云转型以来，研发力度一直维持在 20% 左右，近年来不断加大对云业务的投入。2018 年公司研发投入达 14.86 亿元，占收比达 19.29%，其中对云业务的投入比重达 48.3%。预计 19-20 年研发投入中云业务占比会维持 50% 左右。

顺应大客户混合云需求，NC Cloud 混合云架构有望强化大中型市场竞争力。近年来，混合云发展趋势愈发明显，尤其在大中型市场，企业上云更倾向于混合云。据 Rightscale 统计，2017 年全球混合云市场占比达到 67%；Market Research 预计到 2021 年全球混合云市场将达到 1000 亿美元。2019 年 1 月，用友发布针对成长型集团到大型企业集团的云产品—NC cloud，全面应用混合云架构，支持私有云、公有云、专属云的灵活部署模式。我们认为，NC Cloud 的推出将进一步弥补公司过去在大中型企业混合云市场的空缺，强化公司在高 ARPU 值客户市场的竞争力。

图表 31：17 年全球混合云占比达 67%



来源：RightScale，国金证券研究所

图表 32：2023 年全球混合云市场将达 1400 亿美元



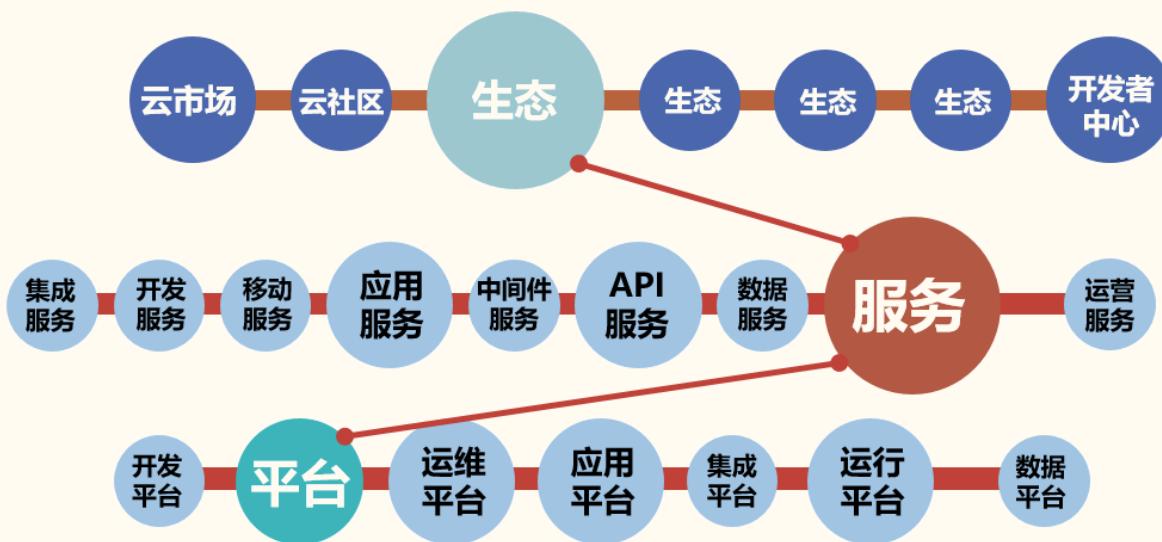
来源：Market Research Future，国金证券研究所

新产品获客不断，有望助推云服务业绩迅速放量。NC Cloud 提供面向 14 个行业大类，68 个细分领域，包括了新零售、数字化工厂与智能制造、财务共享、企业绩效管理、人才管理、企业社交智慧协同、智慧税务与电子发票等在内的 18 大企业数字化场景解决方案。新产品推出后，截至目前已获取龙大肉食、浙江明日控股、黑龙江交投集团、沿海集团、农投集团、百大集团等多家大型企业客户。

4.5 IUAP 云平台—构建生态的核心，3+2 战略助推企业数字化转型加速

云服务快速成长的底层技术基础设施，对合作伙伴实现赋能，进一步满足客户定制化需求。我们认为，云计算时代，SaaS 不仅仅是简单的软件上云，更要摆脱传统软件时代烟囱式的数据隔离，实现数据效用最大化，这需要 SaaS 厂商具备较强的 AI 及大数据分析能力。同时，大中型企业业务复杂，个性化需求强，厂商需要不断降低满足定制化需求的成本以提升利润率，在此背景下，向 PaaS 层拓展是必然趋势。用友云平台定位数字化商业基础设施平台，一方面，PaaS 平台保证业务稳定和弹性开发；另一方面将自身资源及能力对外开放，向合作伙伴进行赋能，逐渐由行业竞争者向赋能者进行转型。

图表 33：用友以云平台为核心构建行业生态

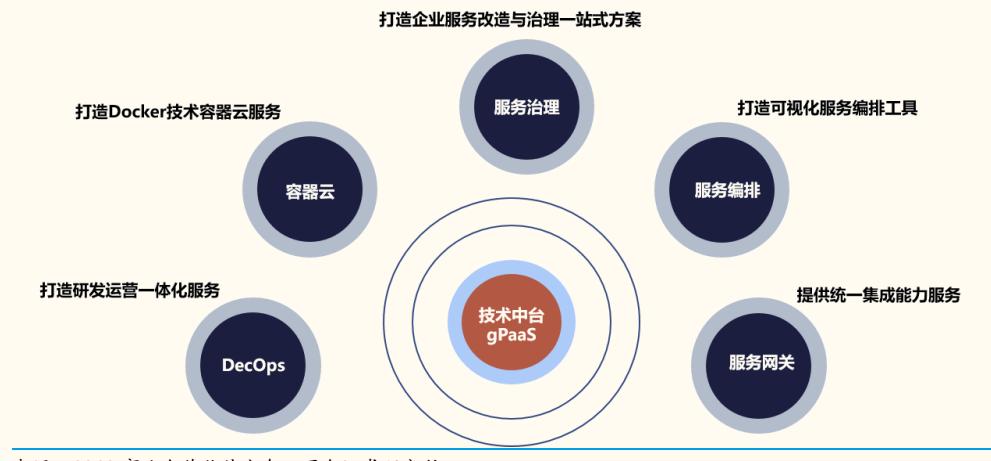


来源：2019 年商业合作伙伴大会，国金证券研究所

3+2 战略把握行业痛点，加速推进云服务落地。用友云平台秉持中台理念，提出 3+2 战略，包括技术中台、数据中台、业务中台，以及混合云服务和生态服务。

技术中台 gPaaS 向下兼容多种 IaaS 厂商，向上对接业务中台。为用友云提供基础的技术支撑能力，是实现云原生架构的核心部分，提供敏捷开发流程，弹性资源调度，全链路运行监控，统一服务集成等。

图表 34：用友 gPaaS 中台战略



来源：2019 商业合作伙伴大会，国金证券研究所

数据中台 dPaaS 依托于用友企业数据湖技术，构建了完整的跨行业多领域数据资产体系，同时实现对企业内部的数据驱动与外部客户的数据服务，并通过对数据的实时处理、挖掘和训练，使数据变得更加智能，最终帮助企业实现从 BI 向 AI 的演进。

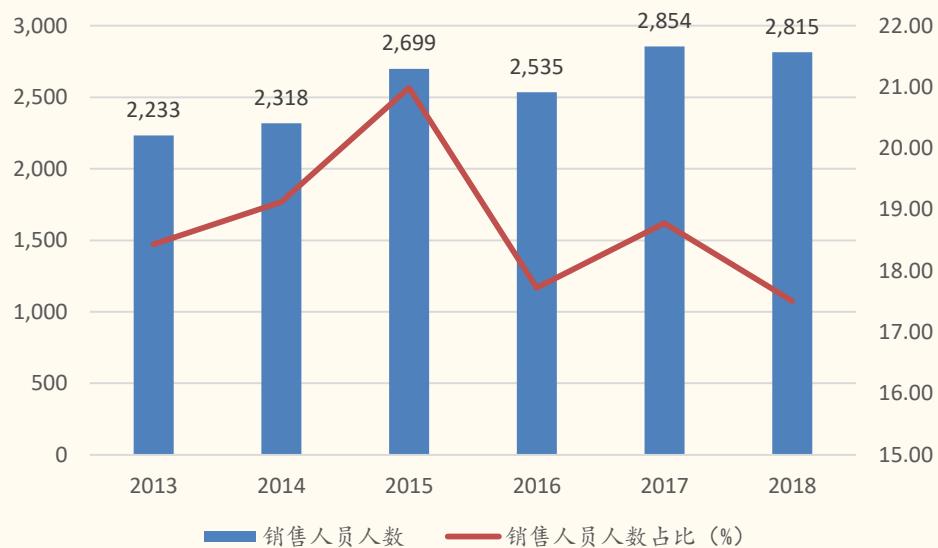
业务中台 bPaaS 构建了财务云、协同云、人力云等一整套企业服务的能力。此外，还包含一系列的规范、工具、框架、组件和最佳实践，这也是用友在企业云服务当中做的最深、沉淀最多、最有竞争力的部分。合作伙伴能够在 bPaaS 能力广场一起发布能力、寻找能力并且不断优化能力的阵地。

我们认为，用友云平台背靠 400 万+用友客户，将自身能力开放给合作伙伴，同时整合伙伴资源向客户开放，全面构建企业上云的多种解决方案，形成用友自己的生态能力。依托强劲技术实力及深刻场景化能力，未来将成为其构建生态及确立行业主导地位的核心竞争力。

4.6 强大渠道分销网络有望带来快速扩张能力

用友全国最大的营销服务网络，本土化优势助力云产品迅速扩张。公司拥有国内管理软件业最大的营销服务网络，中高端客户业务营销服务网络遍布全国，拥有近百家分支机构开展客户营销、销售、服务业务。公司直销团队庞大，2018 年销售人数达 2815 人，占公司总人数比重达 17.51%。渠道上，公司代理商超过 7000 家，其中畅捷通渠道伙伴近 2000 家。我们认为，渠道代理商能够提供及时有效的本土化服务，更贴近本地客户的需求；庞大的分销网络是用友未来云业务迅速推进的有力保障。

图表 35：公司销售人员占比持续超 17%



来源：公司年报，国金证券研究所

加大力度推进云产品渠道覆盖率，19 分销有望保持高增长。云战略确立后，公司推动下游渠道伙伴销售云产品，2018 年用友云分销增速达到 264%，云 ERP 分销增速达 52%，一二线城市的渠道均实现 U8 Cloud 的销售，约 50%的伙伴进行了云产品销售。2019 年公司继续扩大云产品覆盖率，实现 95%区域覆盖率，80%伙伴覆盖率。

图表 36：用友网络 2019 年云 ERP 推广战略



来源：2019 商业合作伙伴大会，国金证券研究所

4.7 产品融合能力—整合合作伙伴资源，满足客户个性化场景需求

云融合战略打通各产品线，提升客户个性化需求体验，为合作伙伴引流。公司在生态上实行云融合战略，2018 年用友云各个产品间融合打通。截止 19 年 4 月，用友云市场已入驻生态伙伴超过 3500 家，上架产品及服务超过 5500 款。基于融合策略，云市场选择在各细分领域领先的产品及服务，与用友云平台进行融合打通，并已发布 52 款云融合产品，涵盖应用服务、平台基础服务及工具、供应链及物流等多个业务领域。

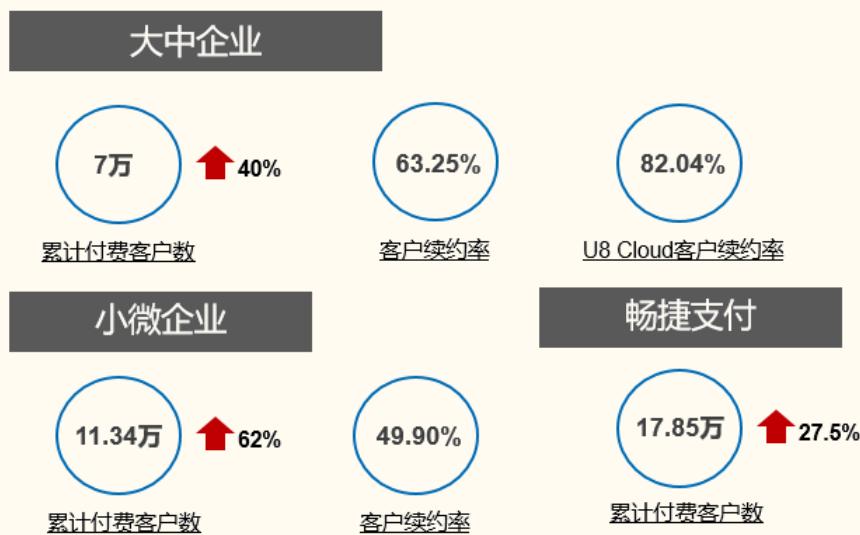
我们认为，公司基于平台生态优势，整合合作伙伴优质产品，一方面能够快速满足企业对相应应用场景的基本需求，提升用户体验；另一方面，能够实现与 ISV 厂商的双向引流，从而进一步强化生态壁垒。

图表 37：用友云平台已发布 52 款云融合产品


来源：公司官网，国金证券研究所

4.8 云服务逐渐成熟，客户数及续约率持续提升

客户体量庞大，云产品推广初期续约率较低，未来伴随产品分类细化成熟，续约率有望提升。2018 年，U8 Cloud 项目数量同比增长 500%，项目单产同比增长 51.49%。公司在大中型市场累计付费客户数达 7 万家，同比增长 40%；客户续约率达 63.25%，其中 U8 Cloud 客户续约率达 82.04%。在小微型市场累计付费客户数达 11.34 万，同比增长 62%；客户续约率 49.90%。客单价方面，公司 18 年平均客单价约 5.7 万元，其中 U8 Cloud 约 4-5 万元，未来 NC Cloud 客单价在 50 万以上。

图表 38：用友云服务逐渐成熟，U8 Cloud 纭约率超 80%


来源：公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测与估值，2020 年目标市值 784 亿

5.1 用友网络盈利预测

- 1) 软件业务：公司在高端软件市场优势显著，国内 500 强企业中超过 60% 与公司建立合作关系。近年来大型企业信息化、数字化需求日益增加，

大企业 IT 支出正逐渐显现出由成本项向生产项转移的趋势，宏观经济压力的主要影响在小企业。我们预计公司大客户 IT 支出不会伴随经济下行产生大幅缩减，且从公司 19 年一季报来看，软件业务增速相比去年增加 5pct 达 21%，并未产生下滑趋势。长期来看，2020-2021 年你，伴随公司云转型深化，产品成熟度提升，未来新客户（尤其是中小型客户）会优先选择上云，从而对软件业务造成一定挤压。我们预计 2019-2021 年公司软件业务收入分别为 60.9/65.5/69.8 亿元，增速分别为 9.2%/7.5%/6.5%。

- 2) **云服务：**2019 年公司两款核心云 ERP 产品 NC Cloud 及 U8 Cloud 3.0 相继推出，同时公司在云转型战略上更加坚定。国内 SaaS 市场刚刚起步，依托生态、产品及渠道优势，预计未来 3-5 年公司云服务能够持续保持高速增长。我们预计，2019-2021 年公司云服务收入分别为 17.0/30.6/50.5 亿元，增速分别为 100%/80%/65%，云业务占收比分别为 18%/27%/35%。
- 3) **金融服务：**我们预计支付业务受益于市场高速发展，未来几年仍能够保持强势增长势头；互联网金融在政策指引下未来发展规模将得到一定控制。预计公司，2019-2021 年公司金融服务收入分别为 15.0/18.5/22.4 亿元，增速分别为 18%/23%/21%。
- 4) **销售毛利率：**随着云业务发展完善，毛利率受益于规模效应显现逐步提升（大中型企业新需求扩张带来的订单金额增加大于成本增加，小微型企业客户数增加大于成本增加）；此外 PaaS 平台亦能进一步降低公司满足客户个性化需求的成本。2019-2021 年，公司综合毛利率分别为 81.8%/82.1%/82.8%。

图表 39：用友网络 2019-2021 年业绩预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
软件业务	47.53	51.32	55.79	60.92	65.49	69.75
同比 (%)		8.0%	8.7%	9.2%	7.5%	6.5%
云服务	1.17	4.09	8.51	17.01	30.62	50.53
同比 (%)		250%	108%	100%	80%	65%
云业务占收比	2%	6%	11%	18%	27%	35%
金融服务	2.44	8.03	12.74	15.00	18.47	22.43
同比 (%)		230%	59%	18%	23%	21%
支付业务	0.45	0.86	1.55	3.03	5.30	7.94
同比 (%)		91%	80%	95%	75%	50%
互联网金融	1.99	7.17	10.88	11.97	13.17	14.49
同比 (%)		260%	52%	10%	10%	10%
总收入	51.13	63.44	77.04	92.93	114.58	142.71

来源：公司年报，国金证券研究所

- 5) **销售费用率：**公司云业务处市场拓展阶段，新产品推出后 19-20 年属于市场拓展关键期，预计公司将加大营销力度，待业务成熟后，伴随互联网销售比重及客户复购率提升，销售费用呈下降趋势。我们预计，公司 2019-2021 年销售费用率分别为 21.8%/22.5%/22.5%。
- 6) **研发费用率：**公司研发投入资本化比重在 10-15% 之间，我们认为软件厂商的云转型不单单是 SaaS 化，更是向 AI 及大数据同时转型。预计未来几年公司研发投入仍会保持在 20%+ 水平，对应 2019-2021 年研发费用分别为 16.7/19.7/25.0 亿元。
- 7) **经营活动现金流：**SaaS 订阅模式下，现金流入伴随客户体量增加逐年增长；受益于云业务发展顺利，预期未来三年公司经营活动现金流将保持增长态势。我们预计 2019-2021 年，公司经营活动产生的现金流分别为 21.6/22.8/28.6 亿元。

5.2 用友网络分部估值：2020 年目标市值 784 亿

软件及金融业务估值（P/E 估值法）：过去几年云服务占收入比重较小，根据产业链调研，我们认为公司软件及金融服务净利率约 9%-11%之间，以 10%测算，预计 2020 年此部分净利润约 8.40 亿元。公司软件及金融业务经过多年布局，龙头地位稳固。参考行业可比公司情况，我们给予软件及金融业务 20 年 35x 估值，对应合理估值为 294 亿元。

图表 40：可比公司估值情况

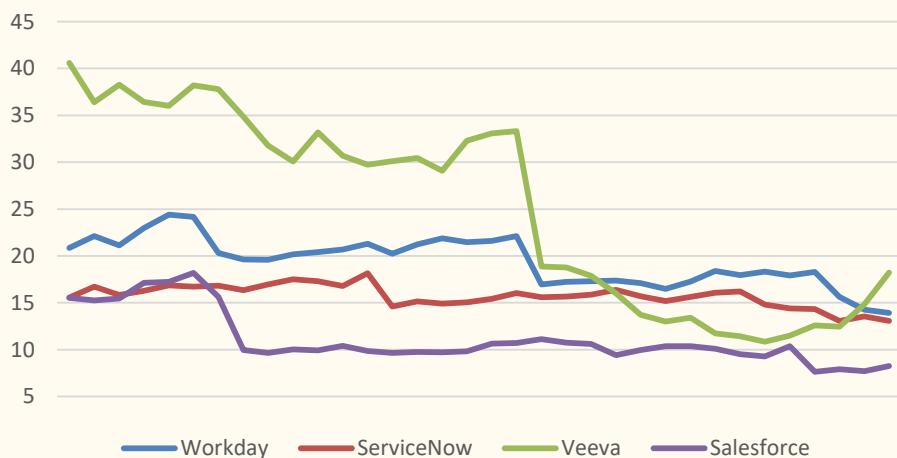
公司	代码	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
石基信息	002153.SZ	0.51	0.63	0.75	62.36	50.95	42.90
泛微网络	603039.SH	1.00	1.30	1.68	65.67	50.59	39.02
金蝶国际	0268.HK	0.15	0.16	0.17	51.27	48.06	45.24
广联达	002410.SZ	0.42	0.55	0.72	69.57	52.42	40.44
平均		0.52	0.66	0.83	62	56	43

来源：Wind，国金证券研究所

云业务估值（P/S 估值法）：预计 2020 年公司云业务收入分别 30.62 亿元；用友用户规模庞大，长板优势显著，生态控制点日益完善，预期 2020 年云业务仍将保持 50%以上高速发展。可比公司方面，我们选取海外 SaaS 企业。

由于 SaaS 估值与其收入增速高度相关，海外厂商目前成熟度较高，收入增速已回落至 10-30%之间，与国内企业不可比。我们选取海外 SaaS 厂商收入增速在 50%+时期的估值，其 PS 倍数普遍在 14~20 倍，取中位数，给予用友云业务 2020 年 16 倍 PS，合理估值为 490 亿元。

图表 41：海外 SaaS 厂商营收增速 50%+时期 PS 走势



来源：Wind，国金证券研究所

根据分部估值法，我们认为公司至 2020 年合理估值为 784 亿元，对应股价为 31.54 元，长期看具备 38%上涨空间。

六、风险提示

- 宏观经济持续下行，企业 IT 支出缩减致使软件业务下滑；
- 互联网厂商入局，阿里、腾讯实行免费模式争夺小微企业流量，平台+生态模式抢占 ISV 及大客户资源，致使行业竞争格局恶化，影响公司云业务增长；
- 企业上云进度不及预期；
- 2019 年 8 月 5 日，公司有 814 万股解禁，占总市值比例 0.33%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,113	6,344	7,703	9,293	11,458	14,271
增长率		24.1%	21.4%	20.6%	23.3%	24.5%
主营业务成本	-1,604	-1,812	-2,315	-2,760	-3,380	-4,167
%销售收入	31.4%	28.6%	30.0%	29.7%	29.5%	29.2%
毛利	3,510	4,531	5,389	6,533	8,078	10,104
%销售收入	68.6%	71.4%	70.0%	70.3%	70.5%	70.8%
营业税金及附加	-73	-95	-110	-134	-165	-205
%销售收入	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-1,313	-1,417	-1,649	-2,026	-2,578	-3,211
%销售收入	25.7%	22.3%	21.4%	21.8%	22.5%	22.5%
管理费用	-2,031	-2,334	-2,766	-3,439	-4,182	-5,209
%销售收入	39.7%	36.8%	35.9%	37.0%	36.5%	36.5%
息税前利润（EBIT）	93	685	864	935	1,153	1,478
%销售收入	1.8%	10.8%	11.2%	10.1%	10.1%	10.4%
财务费用	-76	-169	-110	-141	-264	-317
%销售收入	1.5%	2.7%	1.4%	1.5%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-120	-299	-294	-230	-208	-251
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	52	72	101	80	100	120
%税前利润	17.4%	10.4%	10.6%	7.7%	8.5%	8.3%
营业利润	-51	676	943	1,035	1,178	1,432
营业利润率	n.a	10.7%	12.2%	11.1%	10.3%	10.0%
营业外收支	347	10	7	5	5	5
税前利润	295	686	950	1,040	1,183	1,437
利润率	5.8%	10.8%	12.3%	11.2%	10.3%	10.1%
所得税	-51	-126	-140	-154	-175	-213
所得税率	17.4%	18.3%	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	244	560	810	886	1,008	1,225
少数股东损益	47	171	198	193	204	227
归属于母公司的净利润	197	389	612	694	804	998
净利率	3.9%	6.1%	7.9%	7.5%	7.0%	7.0%

资产负债表（人民币百万元）						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,546	4,022	5,531	6,624	7,548	9,391
应收账款	1,823	1,856	1,896	2,109	2,600	3,238
存货	35	32	22	36	50	70
其他流动资产	1,055	1,369	892	783	731	705
流动资产	7,459	7,279	8,340	9,552	10,928	13,404
%总资产	61.4%	51.9%	54.8%	57.1%	59.6%	63.8%
长期投资	667	2,406	2,380	2,476	2,574	2,664
固定资产	2,178	2,420	2,519	2,638	2,715	2,781
%总资产	17.9%	17.2%	16.6%	15.8%	14.8%	13.2%
无形资产	1,754	1,838	1,868	1,861	1,885	1,873
非流动资产	4,696	6,755	6,881	7,170	7,409	7,594
%总资产	38.6%	48.1%	45.2%	42.9%	40.4%	36.2%
资产总计	12,155	14,034	15,221	16,722	18,337	20,998
短期借款	2,466	3,641	3,314	3,488	3,253	3,396
应付款项	1,843	1,953	2,376	2,940	3,797	4,864
其他流动负债	1,151	1,331	1,658	1,876	2,197	2,776
流动负债	5,459	6,925	7,348	8,304	9,247	11,036
长期贷款	254	305	172	222	272	307
其他长期负债	53	63	49	41	39	35
负债	5,767	7,293	7,569	8,567	9,558	11,378
普通股股东权益	5,688	5,849	6,571	6,881	7,301	7,916
少数股东权益	700	892	1,081	1,274	1,478	1,704
负债股东权益合计	12,155	14,034	15,221	16,722	18,337	20,998

比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.135	0.266	0.319	0.279	0.323	0.401
每股净资产	3.885	3.995	3.426	3.588	3.807	4.127
每股经营现金净流	0.606	0.977	1.065	1.121	1.167	1.454
每股股利	0.130	0.150	0.250	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	3.47%	6.65%	9.32%	10.08%	11.01%	12.61%
总资产收益率	1.62%	2.77%	4.02%	4.15%	4.38%	4.75%
投入资本收益率	0.84%	5.22%	6.60%	6.69%	7.96%	9.43%
增长						
主营业务收入增长率	14.87%	24.06%	21.44%	20.64%	23.29%	24.55%
EBIT 增长率	141.59%	636.84%	26.13%	8.22%	23.29%	28.26%
净利润增长率	-39.03%	97.11%	57.33%	13.34%	15.87%	24.17%
总资产增长率	11.33%	15.46%	8.46%	9.86%	9.66%	14.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	111.7	89.3	68.3	65.0	65.5	66.0
存货周转天数	6.7	6.7	4.2	4.8	5.4	6.2
应付账款周转天数	95.4	89.5	71.6	68.5	69.7	71.0
固定资产周转天数	111.7	120.7	98.2	82.5	66.5	52.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.58%	-1.13%	-26.73%	-35.74%	-45.82%	-59.13%
EBIT 利息保障倍数	1.2	4.1	7.9	6.7	4.4	4.7
资产负债率	47.44%	51.97%	49.73%	51.23%	52.12%	54.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	13	29	51
增持	0	1	4	14	23
中性	0	0	2	3	6
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.42	1.43	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH