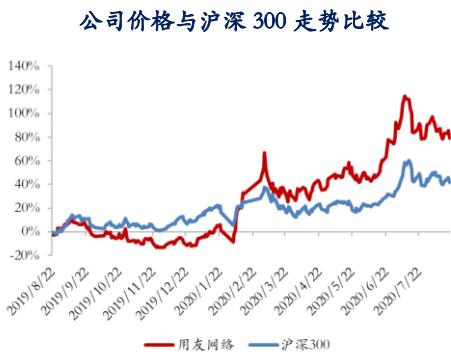


企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-25
收盘价（元）	43.25
近 12 个月最高/最低（元）	54.35/20.88
总股本（百万股）	3248.72
流通股本（百万股）	3246.74
流通股比例 (%)	99.94
总市值（亿元）	1405.07
流通市值（亿元）	1404.22



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

研究助理：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业深度_智造升级，科技赋能主旋律——工业互联网深度研究》2020-05-26

2.《华安证券_行业研究_计算机行业_事件点评_北上广新基建方案解读，车联网和工业互联网是重点》2020-06-15

3.《华安证券_行业研究_计算机行业_事件点评_工业互联网<2020 年工作计划>释放政策利好》2020-07-13

主要观点：

用友网络是国内 ERP 软件的龙头企业，市占率达到 40%。公司在过去三十年的发展中，经历了以财务软件为核心的战略 1.0 阶段、以企业 ERP 管理系统为核心的战略 2.0 阶段，以企业云服务为核心的战略 3.0 阶段，以及当前以商业创新平台 BIP 为战略 3.0-II 阶段，从部门级财务软件走向社会化云服务。站在新三十年的起点上，用友面临企业数智化转型、国产化替代的新机遇，**公司股权激励计划明确提出，到 2022 年，云业务收入达到 98.37 亿元，复合增速 71%，继续保持高速增长。**我们认为公司云业务增长主要有以下三大新动能：

新动能 1：乘数智化东风，促云业务发展

当前企业云服务市场正面临供需两端的驱动。需求侧来看，AI 云计算的普及形成技术驱动、百万企业上云形成政策驱动、降本增效和内外协同形成内生驱动。供给侧来看，云化激活软件企业存量客户、提升 ARPU 值、平滑业绩波动、降低企业使用门槛、拓展小微长尾市场，软件企业具备云化动力。对比发达国家，中国企业云服务市场仍有 10 倍空间，预计产业规模 2022 年有望达到 2903 亿元，3 年复合增速 30%。用友云产品体系完善、发布战略级产品 YonBIP 拓展超大型客户、开放式 PaaS 平台赋予客户定制化能力、云市场汇聚海量 ISV 生态伙伴、深度绑定大中型企业客户，在云时代具备了产品、平台、生态、客户的优势。

新动能 2：踏国产化浪潮，拓超大型客户

信创产业加速推进，近期运营商集采中国产化占比超过 20%，信创正逐渐从政府向其他关键领域拓展。用友已经完成与银河麒麟、达梦数据库、华为鲲鹏、飞腾等国产软硬件的适配，并携手华为共同打造全国产化软硬件解决方案。当前超大型企业面临国产替代的战略机遇期，用友凭借客户优势以及国产化适配的能力，有望抢抓超大型企业新市场。

新动能 3：工业互联网风起，公司积极布局

工业互联网连续三年写入《政府工作报告》，近期政策频发，成为新基建重要组成部分。我们测算到 2025 年工业互联网核心产业规模有望达到 1.24 万亿。用友精智工业互联网平台入选十大双跨平台，有望借工业互联网东风，在工业领域持续推进自己的上云战略和云产品组合，提升云产品的触达率。

投资建议

暂不考虑支付业务剥离的影响，我们预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 96.85/114.17/142.42 亿元，同比增长 13.8%/17.9%/24.7%。预计实现归母净利润 11.66/12.16/17.16 亿元，同比增长-1.4%/4.2%/41.2%。我们认为公司云业务近三年的增长具有较大确定性，暂不考虑金融业务的估值，针对 2022 年软件+云收入采用 PS 估值。预计 2022 年公司软件+云收入 124 亿元，给予 15 倍 PS，对应合理估值 1850 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,510	9,685	11,417	14,242
收入同比(%)	10.5%	13.8%	17.9%	24.7%
归属母公司净利润	1,183	1,166	1,216	1,716
净利润同比(%)	93.3%	-1.4%	4.2%	41.2%
毛利率(%)	65.4%	64.6%	65.0%	65.2%
ROE(%)	17.2%	15.7%	15.2%	19.5%
每股收益(元)	0.54	0.41	0.37	0.53
P/E	60.11	119.77	114.90	81.39
P/B	9.91	18.16	16.89	14.98
EV/EBITDA	40.58	85.30	81.66	60.71

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

- 1) 国内外疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；
- 2) 信创产业推进速度不及预期；
- 3) 企业上云政策力度放缓，上云积极性不及预期；
- 4) 中美贸易摩擦加剧。

正文目录

1 箕路蓝缕三十载，迈向企业云服务新蓝海	5
1.1 历经三个战略阶段，从部门级软件向社会级服务演进	5
1.2 构筑综合型、融合化、生态式云服务体系	6
1.3 创始人持股比例较大，公司股权结构稳定	7
1.4 定增募资 64 亿元，加码战略级产品 YONBIP	8
1.5 股权激励志存高远，新三十年扬帆起航	11
2 云转型促新增长，高研发投入产品优势	12
2.1 增长陷入瓶颈，云转型打开新空间	12
2.2 高研发投入持续，构建产品优势	13
3 新动能 1：乘数智化东风，促云业务发展	14
3.1 需求侧：多重因素驱动企业上云转型	14
3.2 供给侧：软件企业积极云化，激活存量客户	17
3.3 中国企业云服务市场空间巨大，大型企业是付费主力	18
3.4 用友竞争优势：产品、平台、生态、客户	20
4 新动能 2：踏国产化浪潮，拓超大型客户	24
4.1 外资品牌仍占据国内高端 ERP 市场主要份额	24
4.2 信创产业加速推进，国产替代趋势显现	25
4.3 用友产品积极适配，把握软件国产化新机遇	28
5 新动能 3：工业互联网风起，公司积极布局	29
5.1 工业互联网政策频发，成为新基建重要组成部分	29
5.2 工业互联网市场规模有望超万亿	30
5.3 用友精智入选十大双跨平台，积极布局工业互联网	31
6 盈利预测与投资建议	33
风险提示	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 用友发展战略的三个阶段.....	5
图表 2 用友产品体系架构.....	6
图表 3 用友股权结构.....	7
图表 4 用友定增募资投入方向.....	8
图表 5 商业创新平台架构.....	8
图表 6 企业级 ERP 与社会级 BIP 的区别	9
图表 7 用友 YONBIP 总体服务架构	10
图表 8 用友 2020 年股权激励计划概要.....	11
图表 9 云转型带动公司收入重回增长.....	12
图表 10 云业务占比不断提升.....	13
图表 11 公司研发投入持续提升.....	13
图表 12 传统 IT 架构与云计算架构使用模式比较	14
图表 13 企业上云顶层政策梳理.....	15
图表 14 劳动力成本逐年提升.....	15
图表 15 上云企业利润率显著提升.....	16
图表 16 上云企业内外协同的比例远超未上云企业.....	16
图表 17 用友收入占比季度分布.....	17
图表 18 中美云服务市场对比.....	18
图表 19 中国云计算产业规模预测.....	18
图表 20 中国公有云产业和 SaaS 用户结构	19
图表 21 用友 2019 年云业务收入结构.....	20
图表 22 用友云服务体系架构.....	20
图表 23 NC CLOUD 产品架构	21
图表 24 用友 IUAP 平台架构	22
图表 25 用友 SaaS 加速器计划优选原生开发伙伴.....	23
图表 26 国内高端 ERP 市场竞争格局.....	24
图表 27 中移动集采服务器中标结果.....	25
图表 28 中移动集采服务器 CPU 芯片分布测算.....	26
图表 29 中国电信集采服务器 CPU 芯片分布.....	26
图表 30 中国电信集采服务器资格预审信息.....	27
图表 31 服务器芯片架构趋于多元化.....	27
图表 32 用友产品国产适配情况.....	28
图表 33 近期及两会工业互联网政策梳理.....	29
图表 34 工业互联网发展空间广阔	30
图表 35 2025 年工业互联网核心产业市场规模测算	31
图表 36 用友精智工业互联网平台发展情况	32
图表 37 用友精智工业互联网平台应用场景	32
图表 38 用友精智工业互联网平台落地情况	32
图表 39 公司营业收入拆分与预测	33

1 筚路蓝缕三十载，迈向企业云服务新蓝海

1.1 历经三个战略阶段，从部门级软件向社会级服务演进

用友网络科技有限公司成立于1988年，由王文京董事长在北京市海淀区中关村创立。在用友的第一个十年中，即公司战略1.0时代，公司主要聚焦企业财务管理系统，并成功推出了国内第一个财务报表编制软件，推动国内会计电算化的迅速发展。1998年，用友正式发布面向企业的ERP管理系统——用友U8，从此公司战略进入2.0时代，开发出一系列面向大中小型企业的管理软件，从单一的财务软件迈向了企业级管理服务。2001年，公司成功在上交所上市，从此登陆资本市场。次年，公司即以21.6%的市占率超过了国际巨头SAP，成为国内市场占有率第一的ERP软件企业。2010年，畅捷通成立，公司业务开始覆盖小微企业。2014年，畅捷通于香港联交所上市，成为公司内部孵化的成功案例。

图表 1 用友发展战略的三个阶段



资料来源：华安证券研究所整理

自2014年起，公司战略进入3.0时代，形成了以用友企业云服务为核心，云服务、软件、金融服务融合发展的新战略布局，服务层级从部门级到企业级走向社会级。公司推出一系列新的产品和服务，2014年友金所成立，为小微企业融资和个人理财提供了有效沟通的渠道。同年，公司发布开放式云平台iUAP，开始致力于打造国内领先的企业级平台生态圈。2015年，公司正式由“用友软件”更名为“用友网络”，标志着用友正式去“软件化”，向互联网化全速转型。2017年，用友U8 Cloud正式上市，云ERP扬帆起航。2018年，公司推出NC Cloud，实现大中小微企业云ERP产品系列的全覆盖。2019年，用友正式将旗下“用友云”品牌升级为“用友企业云服务”，再次明确了自身企业云服务提供商的战略定位。NC Cloud迭代了NCC1903、1909两个版本，发布面向成长型企业、云原生的云ERP产品Yonsuite，进一步完善了3.0战略的产品布局。至此，公司实现了从单一软件产品向管理软件、云服务和金融服务的多元化转型。

2020年，公司3.0战略实施进入到第二个阶段，即用友战略3.0-II。公司将在3.0-I的基础上继续深化公司战略转型，升维和加速云服务业务发展，最终形成服务千万家企业、聚合十万家生态伙伴、全球领先的企业云服务平台。2020年8月6日，用友商业创新平台(YonBIP)发布，作为用友3.0阶段的战略级产品，YonBIP有望助力公司将云服务从产品服务模式升维至平台服务模式，从而真正确立用友社会级软件服务商的核心地位。

1.2 构筑综合型、融合化、生态式云服务体系

公司主营业务分为软件业务、云业务和金融业务，形成闭环。公司软件业务分为面向大型企业、中型企业和小微企业的各类ERP管理软件，云业务分为PaaS层的iUAP云平台、核心的云ERP套件、各类行业和领域的SaaS软件、小微企业云和云市场产品。金融业务包括通过畅捷通布局的企业支付业务，以及通过友金所布局的互联网投融资业务。公司目前多元化的业务开展，已经能够覆盖从企业融资（友金所）、企业管理（ERP和云服务）到企业支付（畅捷通支付）的整个资金流动闭环，从而为各类企业提供全流程的服务，能够有效增强客户黏性以及单个客户的使用价值。

公司云业务产品线趋于完善，陆续发布多项重量级产品。在云业务的产品线方面，公司2014年开始由增量云产品着手布局，构建起了横纵双向的矩阵式产品体系。横向覆盖多个行业，包括工业云、建筑云、汽车云、金融云、能源云、财政云、餐饮云、医疗云等，纵向覆盖企业多个应用领域和场景，包括财务云、人力云、采购云、营销云、协同云、电子发票等。通过横纵双向的布局，公司的云产品可以渗入到各行各业的各个应用场景，大大提升了公司产品的触达率，同时也助力公司提供综合解决方案的能力，更好挖掘客户价值。2017年，公司开始布局核心云ERP产品，先后发布了面向中型企业的U8 Cloud、面向大型企业的NC Cloud。2019年，中型企业云ERP产品进一步迭代，发布了云原生的ERP套件Yonsuite。2020年，公司发布面向大型、巨型企业的战略性产品——商业创新平台YonBIP，为公司构建社会级云服务平台奠定了坚实的基础，公司云ERP产品线趋于完善。

图表 2 用友产品体系架构

业务分类	产品分类	产品名称
软件业务	面向大型企业	NC6、U9、智能工厂、HCM
	面向中型企业	U8+、PLM、CRM、
	面向小型企业	畅捷通T+、T1、T3、T6
云业务	iUAP云平台	云平台、企业服务中心、UDN社区、智多星、开放平台、友企联、APILink
	云ERP	YonBIP、U8 Cloud、NC Cloud、Yonsuite
	领域云	精致工业互联网平台、营销云、采购云、财务云、税务云、人力云、制造云、协同云等
	行业云	政务云、医疗云、金融云、建造云、汽车云、教育云、餐饮云、烟草云、能源云等
	小微企业云（畅捷通）	好会计、好生意、T+Cloud、易代账等
	云市场	各类生态伙伴产品
金融业务	企业支付服务	畅捷通支付
	互联网投融资信息服务	友金所

资料来源：用友官网，华安证券研究所

综合型、融合化、生态式的企业云服务模式具有稀缺性。综合型是指公司云软件可以覆盖企业内外的各项业务，不仅仅限于财务和ERP软件。通过横纵双向布局，公司形成了以ERP为核心，行业云和领域云全面布局的完善云产品线，可以满足企业不同业务的信息化需求。企业可以选择采购单一的模块，也可以选择采购多个模块的组合方案。

融合化是指公司不仅提供标准化的云SaaS产品，还提供开放式的云PaaS平台iUAP。客户可以通过iUAP平台实现各类产品的融合和二次开发，公司同时基于iUAP平台提供数据中台(DaaS)、业务中台(BaaS)的新兴ICT技术能力，帮助企业实现业务和数据的复用。

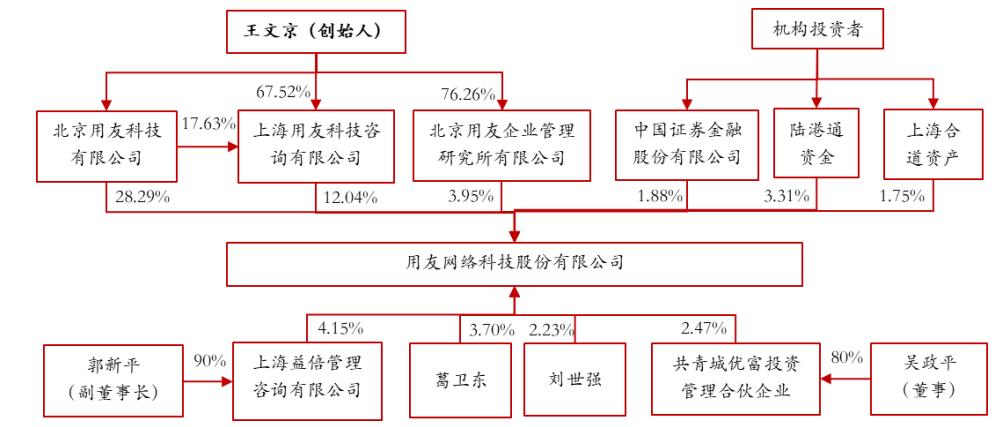
生态式是指公司不仅拥有自主开发的核心云产品，同时还建立了第三方ISV参与的云市场，在自有产品无法满足客户个性化需求的情况下，公司通过生态伙伴提供相应产品，一方面满足了客户的需求，增强了客户的粘性，另一方面也带动了生态伙伴的发展。当前，用友云市场入驻伙伴突破7000家，入驻产品及服务突破11000个，生态圈构建初见成效，未来有望聚合十万家生态伙伴、亿级社群个人，服务超过千万家企业客户。

我们认为，云服务商的竞争核心是生态体系的竞争，用友通过综合型、融合化、生态式的云服务体系，已经在未来云服务商的竞争中抢占先机。

1.3 创始人持股比例较大，公司股权结构稳定

公司前十大股东中，创始人王文京通过控股的三家企业合计持股达到44.28%，持股接近半数。目前王文京先生继续担任公司董事长，仍处于当打之年，因此公司股权和管理结构都较为稳定。其他股东中，公司副董事长郭新平先生、董事吴政平先生分别通过控股公司持有用友网络部分股权，其他的股东包括中国证金、两位个人投资者、陆港通资金、私募基金等，持股比例均不超过5%。

图表 3 用友股权结构



资料来源：WIND，华安证券研究所整理

1.4 定增募资 64 亿元，加码战略级产品 YonBIP

定增募资 64.3 亿元，重点投向商业创新平台 YonBIP 和研发中心项目。公司于 2020 年 7 月 1 日发布非公开发行预案，拟募集资金 64.3 亿元，其中 45.97 亿元用于建设用友商业创新平台 YonBIP 项目，6.28 亿元用于建设用友南昌产业园三期研发中心项目，12.05 亿元用于补充流动资金和归还银行借款。我们认为，用友此次定增募资的重点在于建设商业创新平台 YonBIP。YonBIP 有望成为用友新三十年的战略级产品，支撑用友完善云产品体系，打通各项领域云和行业云产品，实现从企业级 ERP 向社会级 BIP 的转变。

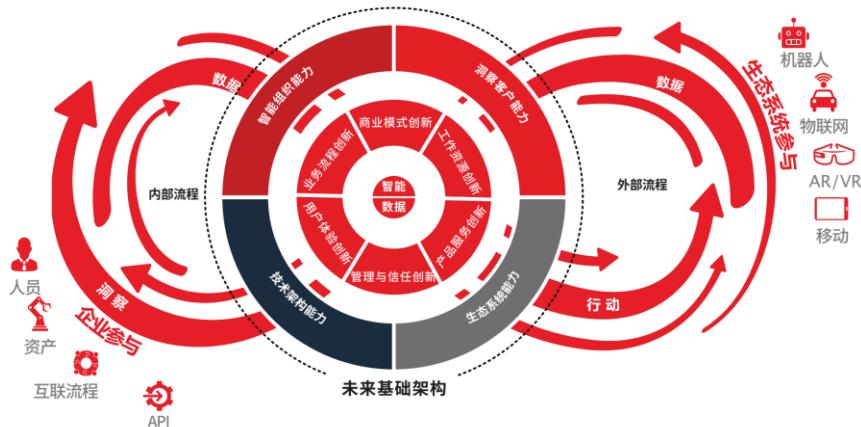
图表 4 用友定增募资投入方向

序号	项目名称	总投资额（万元）	募集资金投入额（万元）
1	用友商业创新平台 YonBIP 建设项目	459,713	459,713
2	用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目	62,787	62,787
3	补充流动资金及归还银行借款	120,500	120,500
合计		64,300	64,300

资料来源：公司公告，华安证券研究所

从企业级 ERP 到社会级 BIP，商业创新平台赋能企业数智化转型升级。当前全球和中国都已经逐渐进入数字经济时代，创新成为企业发展的主要驱动力。根据用友与 IDC 联合发布的《商业创新平台 BIP 白皮书》统计，目前 51% 的全球 IT 预算将用于数字化创新和转型。在此过程中，企业创新面临多维度的挑战，例如技术水平的限制、新商业模式的创造、管理和运营数字业务的能力欠缺、规模化交付、获取客户信任、成为智能组织等均是企业当前所需要面临的问题。因此，企业的信息化投入需要逐渐从过去的企业资源管理软件 (ERP) 向商业创新平台 (BIP) 的搭建转变。从企业级 ERP 到社会级的 BIP，将会带来云原生的技术底座、数据驱动的生产要素、智能加速的创新引擎、广泛连接的内外交互，助力企业从企业内协同向社会化协同转变，从而赋能企业的数智化转型。

图表 5 商业创新平台架构



资料来源：《商业创新平台 BIP 白皮书》，华安证券研究所整理

图表 6 企业级 ERP 与社会级 BIP 的区别

项目	ERP	BIP
客户价值	流程优化/提高效率	商业创新、转型升级
驱动方式	流程驱动/导向（以流程为中心）	数据驱动/数据导向（以数据为中心/富数据）
价值方式	侧重管控	运营服务+管控
协同范围	企业级应用/企业内协同	社会化协同（商业）/产业互联网平台
智能化	RPA强、智能交互、有限数据智能	RPA、智能交互、强数据智能
实时性	延时/批处理+准实时	实时+准实时
数据量	大量数据的接入、处理与存储	海量数据的接入、处理与存储
全球化	基本全球化	彻底全球化
国产化	基本支持	全面支持
架构	SOA/一体化套件	云原生、微服务、中台化
弹性化	有限弹性	高弹性化（含可扩展）
可用性	高可用	更高可用
产品形态	块服务套件	微服务群/组合（单独或组合售卖）
应用方式	功能型、模块化应用	场景化/任务化/特性化服务
报价方式	软件使用许可费+软件产品服务费	账号使用费（公有云）/年使用费（私有部署）
生态方式	有限生态合作	强生态运营
.....

资料来源：《商业创新平台 BIP 白皮书》，华安证券研究所整理

重磅发布战略级产品 YonBIP，商业创新平台开启用友新征程。8月6日，在用友2020年商业创新大会上，用友隆重发布战略级新产品——YonBIP，我们认为这标志着用友战略3.0-II阶段的正式开启，也将助力用友迈向社会级平台服务商的新征程。YonBIP是用友的商业创新平台，主要面向大型、巨型企业，融合先进且高可用技术平台和公共与关键商业应用于服务，支撑和运行客户的商业创新、业务创新和管理变革，是一个数字化、智能化、高弹性、安全可信、社会化、全球化、平台化、生态化的综合型服务平台。我们认为YonBIP主要有以下几个特点：

1) **四大中台能力构建数智化技术底座:** YonBIP 基于 iUAP 的 PaaS 云平台，构建了四大中台能力，封装了企业所需的各类技术和业务，从而实现灵活、弹性的应用构建。技术中台基于云原生技术，集容器云、Devops、微服务、诊断运维工具与一体，可以满足企业所需的快速交付、应用微服务化、运维自动化等需求。数据中台以数据移动、数据仓库、大数据和人工智能等数据加工处理技术为基础，可以为企业提供数据管理、画像标签、关系图谱、智能分析等服务。智能中台是 YonBIP 的 AI 企业大脑，通过 RPA 机器人自动化业务流程，帮助企业实现敏捷经营、轻管理。业务中台提供企业数字化建模的社会化组织模型、社会化主数据、企业在人财物资源管理、产供销价值链交付的通用业务组件服务，对 YonBIP 领域 SaaS 云服务和行业云服务形成支撑。

2) **八大领域云 SaaS 服务全面支撑企业业务开展。** YonBIP 聚焦八大核心 SaaS 服务，包括财务云、人力云、协同云、营销云、采购云、制造云、供应链云和金融云。我们认为八大领域云涵盖了企业运营的各个环节，且其中有很多是用友前期较为成熟的领域云产品，因此通过 YonBIP 聚合这些领域云产品，能够全面支撑企业、产业链与价值网的数字化、智能化协同，使能企业商业创新。

3) **低代码开发平台和集成连接平台构筑产业生态。** YonBIP 的低代码开发平台 YonBuilder 面向包括原厂开发、ISV 开发、本地化开发、企业自建、个人开发者在内的全生态，提供无代码和低代码的可视化开发能力，并结合开发资产复用，实现快速、简单的应用构建。未来企业商业创新将面临更加复杂的 IT 环境，如多云、多终端等，YonBIP 集成连接平台 APIlink 可以在公有云、混合云、私有云环境下连接任何应用、数据、设备，实现低成本、快速、便捷的应用连接和集成。同时可以轻松连接企业产、供、销等环节应用，连接产业链上的企业应用、连接社会化应用，全面助力商业创新。我们认为 YonBIP 不仅是一个平台，更是一个生态，通过低代码和集成连接的平台，YonBIP 可以连接各行各业的 ISV，携手合作伙伴共同服务企业客户，构筑产业生态。

图表 7 用友 YonBIP 总体服务架构



资料来源：用友官方微博公众号，华安证券研究所整理

1.5 股权激励志存高远，新三十年扬帆起航

公司5月20日发布2020年股权激励计划的草案，面向未来三年制定了远大的发展目标。根据公司股权激励计划的要求，2022年公司营业收入预计达到147.05亿元，复合增速20%；云服务收入达到98.37亿元，复合增速71%；扣非归母净利润达到13.24亿元，复合增速25%。目前，公司已经与6月16日完成了股权激励计划的授予。

我们认为公司股权激励计划彰显了公司对当前市场机遇的把握和发展的信心，同时，股权激励目标的实现也有赖于公司进一步加大云业务的产品开发和市场拓展。站在新三十年的起点上，面对企业数智化、国产化的新需求，用友正在逐步迈向企业云服务的新蓝海。通过打造综合型、融合化、生态式的云服务体系，我们认为公司已经具备了云业务持续增长的条件，未来发展值得期待。

图表 8 用友 2020 年股权激励计划概要

激励形式	授予人员	授予股数	行权价格	行权安排	业绩考核条件
股票期权	高管12人+核心骨干26人	496.33万份/占总股本0.153%	37.47元/份	2023年行权50%	2022年营收达到147.05亿元（复合增速20%） 2022年云服务业务收入达到98.37亿元（复合增速71%） 2022年扣非归母净利润13.24亿元（复合增速25%）
				2024年行权50%	2023年营业收入较2022年增长不低于10%
限制性股票	1696人/占公司总人数约10%	1848.07万股/占总股本0.569%	12.23元/股	2022年行权50%	2021年“软件+云”业务收入之和较2019年增长不低于20%
				2023年行权50%	2022年“软件+云”业务收入之和较2019年增长不低于30%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 云转型促新增长，高研发筑产品优势

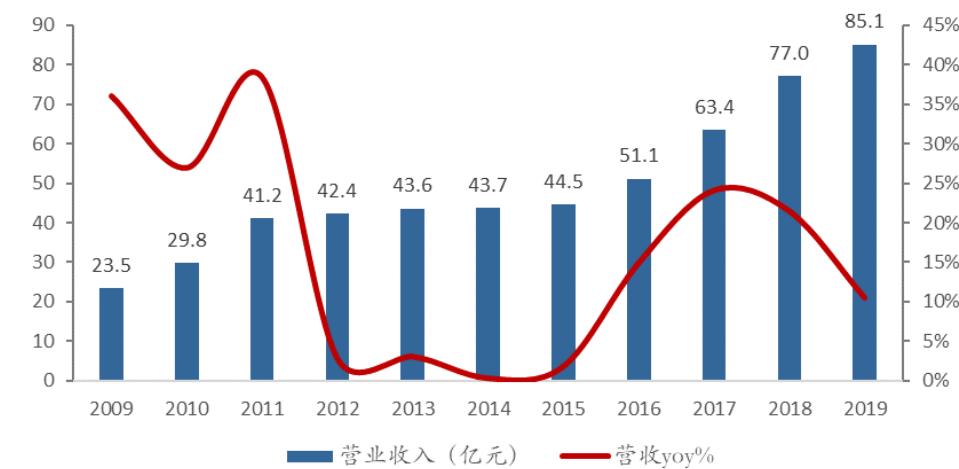
2.1 增长陷入瓶颈，云转型打开新空间

公司上市以来收入快速增长，收入规模由2001年时的3.33亿元增长至2011年底的41.22亿元，10年间收入复合增速达到28.6%。但是从2012年开始，公司收入增长陷入停滞，我们认为一方面宏观经济进入新常态，经济增速放缓导致企业对管理软件的需求下降。另一方面，公司在传统ERP软件领域的市占率已经达到较高水平，难以维持持续的快速增长。因此，2012-2015年公司每年收入增速仅为个位数，传统软件业务的发展进入瓶颈。

2016年公司开始全面进行云化转型，云业务和金融业务实现快速增长，带动公司收入重回两位数增长。公司云转型先从增量领域开始，通过横纵双向布局，实现了行业、领域云产品的多维覆盖，既避免了对核心ERP软件的替代，又驱动了公司云产品的快速推广。公司云业务收入从2016年时的1.17亿元增长至2019年的19.70亿元，复合增速高达156%，占总收入的比重从2%提升至23%。进入2019年，公司云转型逐渐进入深水区，一方面开始清理前期的行业云和领域云产品，逐渐聚焦到几个盈利能力强、客户需求度较高的核心领域如营销、采购、人力、协同等。另一方面，公司开始核心ERP产品的云化转型，推出了针对大型企业的云ERP产品NC Cloud。2019年下半年，公司逐渐停售原NC产品，全面向云转型，因此2019年在存量软件客户的替代效应下，公司收入增速有所放缓。

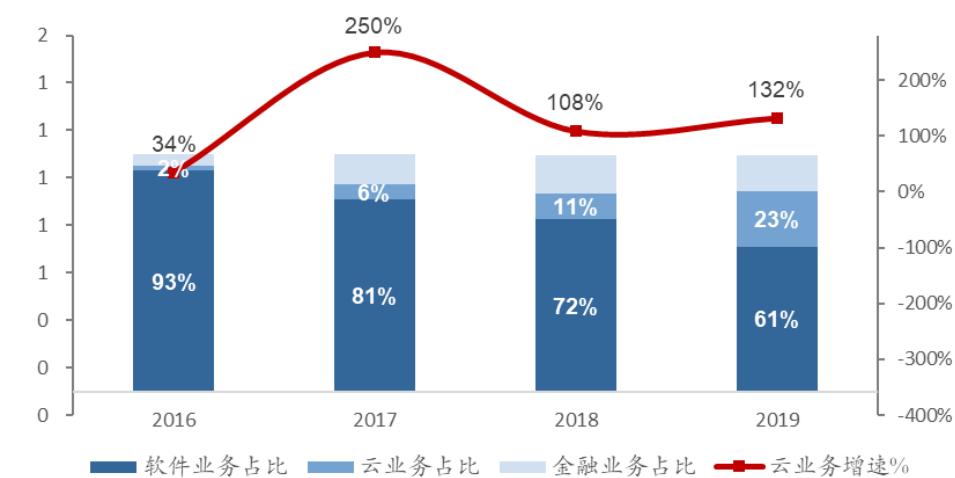
展望未来，我们认为云业务为公司的发展打开了增量空间，随着核心ERP软件逐渐向云转型，公司云业务仍将保持持续的高速增长。结合公司股权激励的目标，到2022年，公司云业务收入占比有望达到67%，真正成为公司发展的核心驱动力。

图表 9 云转型带动公司收入重回增长



资料来源：WIND，华安证券研究所整理

图表 10 云业务占比不断提升

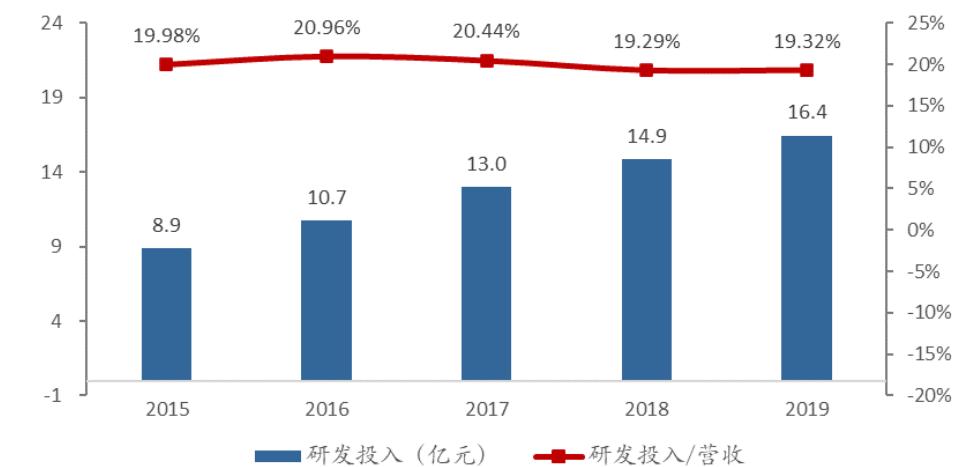


资料来源：WIND，华安证券研究所整理

2.2 高研发投入持续，构建产品优势

公司近年来研发投入持续加大，2015 年研发投入 8.9 亿元，到 2019 年提升至 16.4 亿元，研发投入占营业收入的比例常年维持在 20% 左右。我们认为高研发投入是高科技企业维持领先优势的关键。公司近几年持续加大在云产品方面的研发，陆续发布 U8 Cloud、NC Cloud、Yonsuite、YonBuilder、YonBIP 等云 ERP 套件、低代码开发平台和商业创新平台，而这些先进的产品有助于公司进一步巩固客户市场的粘性，同时加大对海外头部软件企业的替代。产品是市场拓展的根基，而高研发投入有助于公司保持产品的领先。因此，虽然短期内持续较高的研发投入会侵蚀公司的利润，但是我们认为公司的核心竞争力来源于产品的打磨，因此较高的研发投入对公司而言更多是正面的促进作用。

图表 11 公司研发投入持续提升



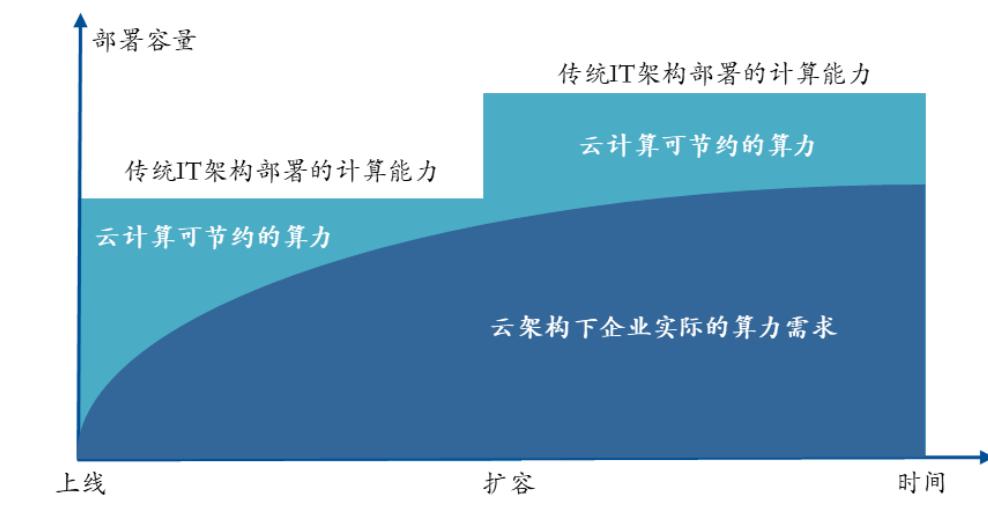
资料来源：WIND，华安证券研究所整理

3 新动能 1：乘数智化东风，促云业务发展

3.1 需求侧：多重因素驱动企业上云转型

技术驱动：云计算和人工智能技术降低企业 IT 成本、提升算力、凸显数据应用价值。云计算通过虚拟化技术，可以实现底层 IT 资源的池化，即将过去独立的服务器、存储设备组成一个规模更为庞大的算力资源池，使得 IT 算力能够像水和电一样实现按需供给。企业通过租用的方式，可以有效降低 IT 部署的成本，同时弹性可扩展的算力也能够助力企业快速部署和敏捷交付。另一方面，人工智能技术为数据的深度挖掘提供了工具。基于深度学习算法的数据挖掘可以寻找海量数据之间的关联关系，从而帮助企业利用自身各类数据实现生产优化、管理流程优化、供应链优化、精准营销等新兴应用。人工智能需要强大、弹性的算力支撑，云计算技术恰好符合人工智能的发展需要。两者相辅相成，企业可以通过上云实现数据的打通和算力的支撑，而海量数据又可以通过人工智能技术创造更多的应用价值，实现良性循环。因此，技术的进步是企业上云数智化转型的驱动力之一。

图表 12 传统IT架构与云计算架构使用模式比较



资料来源：优刻得招股书，华安证券研究所

政策驱动：企业上云顶层政策完善，云计算是新基建重要方向。企业上云是近年来政策推动的主要方向，顶层政策已经完善。2015 年国务院发布《关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》，就已经将与云计算上升到国家层面。随后国务院提出的“互联网+”相关政策，云计算均是重要组成部分。2017 年和 2018 年，工信部先后发布《云计算三年行动计划（2017-2019）》和《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，顶层政策逐渐完善。尤其提及 2020 年新增上云企业 100 万家，成为驱动企业上云的主要政策动力。2020 年，在疫情影响下，新基建成为政策推动的主要方向。发改委和网信办联合发布《推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》，企业上云再次成为应对疫情的重要发展战略。作为下一代信息技术的重要组成部分，作为 ICT 赋能传统经济的重要载体，作为新基建领域的重要投资方向，“上云”受到来自中央和地方政府的政策倾斜，有望成为企业上云数智化转型的驱动力之一。

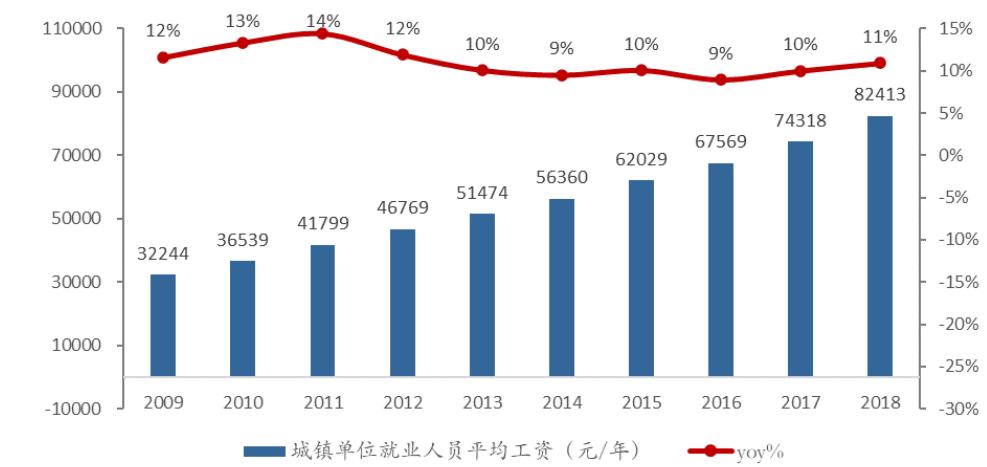
图表 13 企业上云顶层政策梳理

时间	政策文件	发布单位	重要内容
2015/01	《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	国务院	到2017年，云计算在重点领域的应用得到深化，产业链条基本健全，初步形成安全保障有力，服务创新、技术创新和管理创新协同推进的云计算发展格局，带动相关产业快速发展
2015/07	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	加快推动云计算、物联网、智能工业机器人、增材制造等技术在生产过程中的应用；鼓励制造企业利用物联网、云计算、大数据等技术，整合产品全生命周期数据
2017/03	《云计算发展三年行动计划（2017-2019年）》	工信部	到2019年，我国云计算产业规模达到4300亿元，云计算服务能力达到国际先进水平；涌现2-3家在全球云计算市场中具有较大份额的领军企业
2018/08	《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》	工信部	到2020年，全国新增上云企业100万家，形成典型标杆应用案例100个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心
2020/04	《推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	发改委 网信办	在企业“上云”等工作基础上，促进企业研发设计、生产加工、经营管理、销售服务等业务数字化转型；引导云服务拓展至生产制造领域和中小微企业；

资料来源：中国政府网，工信部，发改委，华安证券研究所

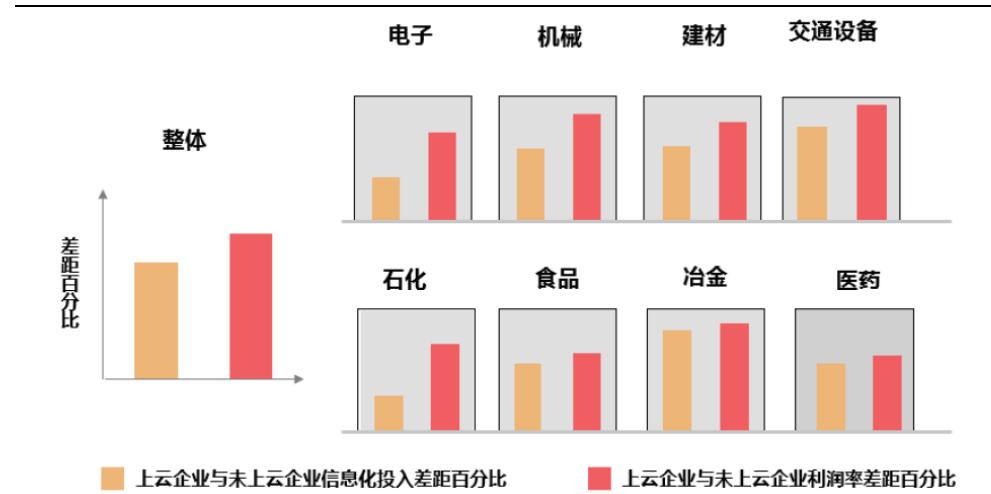
内生驱动：内部降本增效、外部资源协同成企业上云内生动力。国内宏观经济增速放缓、人口红利逐渐消退、劳动力成本逐年上升，大部分中国企业需要摆脱以前依靠规模扩张的粗放式发展模式，转而面向内部降本增效实行精细化管理，即从高速发展向高质量发展转变。在此过程中，通过上云打通内部数据，在大数据基础上进行分析和优化，有助于企业降本增效。根据用友联合国家工业信息安全发展研究中心、两化融合服务联盟共同发布的《中国企业上云指数》来看，在统计的19213家样本企业中，上云企业的信息化成本与利润率均高于未上云企业，但利润率的差异较信息化成本更大，即企业通过支付一定的上云开销，带来了利润端更大幅度的改善。另一方面，上云也有助于企业内外资源的协同。同样根据《中国企业上云指数》的统计，上云企业在基于统一平台实现资源和业务的全面集中管控、全局动态优化、业务全局协同方面的比例均大幅高于未上云企业，体现出上云对企业内外资源协同的重要性。因此，企业本身降本增效、内外协同的意愿成为企业上云数智化转型的驱动力之一。

图表 14 劳动力成本逐年提升



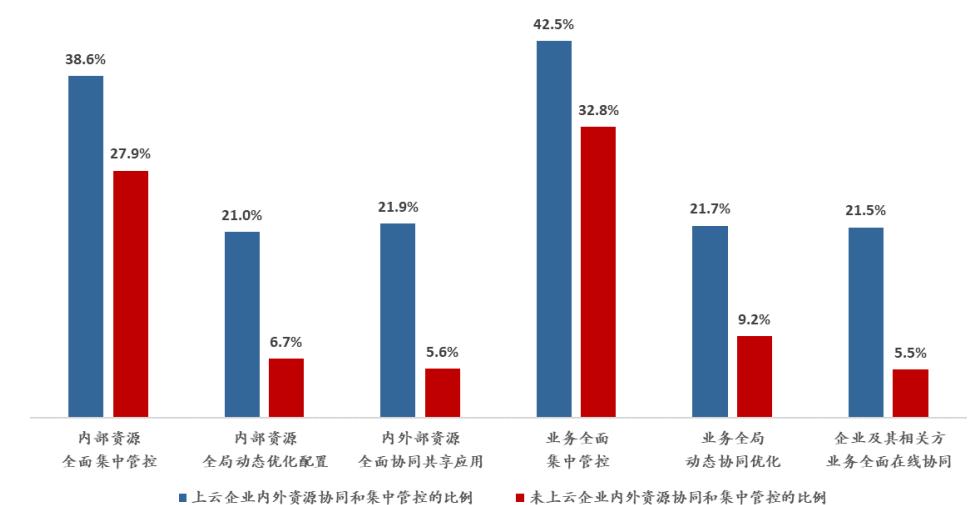
资料来源：WIND，国家统计局，华安证券研究所

图表 15 上云企业利润率显著提升



资料来源：《中国企业上云指数 2018》，华安证券研究所

图表 16 上云企业内外协同的比例远超未上云企业



资料来源：《中国企业上云指数 2018》，华安证券研究所

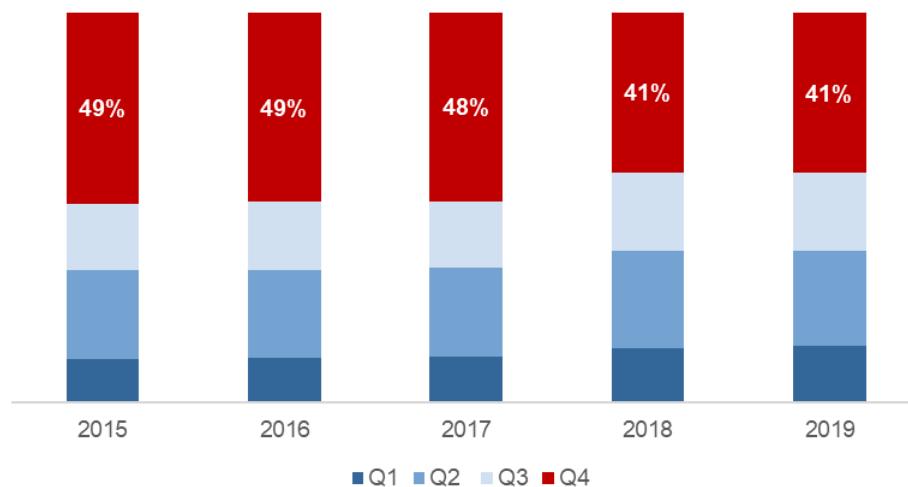
SaaS 模式驱动：订阅模式降低企业一次性投入，移动化提升员工使用体验。除了外部技术、政策，以及企业内部自身动力的驱动外，云化之后软件产品的 SaaS 模式本身也同样成为驱动企业上云的动力之一。公有云 SaaS 产品一般按照订阅模式收费，企业可以按月或者按使用量进行付费，大幅降低一次性 IT 软件采购的成本，对于中小型企业而言云化的动力更足。另一方面，SaaS 软件支持在移动终端的操作和交互，在移动互联网高度普及的当下，员工利用移动终端进行业务操作、数据采集和反馈的使用体验将远好于台式终端。因此，云化可以为员工带来更好的产品体验，同时也为异地办公、远程办公、协同办公提供了可能。因此，云化之后的 SaaS 产品模式也是企业上云数智化转型的驱动力之一。

3.2 供给侧：软件企业积极云化，激活存量客户

云化激活存量客户，增值服务提升 ARPU 值。云 SaaS 和传统软件产品最大的区别在于持续的订阅收入。传统软件产品采用 License 的一次性交付模式，后续运维费用占比较低且难以收取。因此，传统软件的收入增长只能依靠每年增量客户的拓展。而公有云 SaaS 产品采用按月、按使用量的订阅收费模式，客户在全生命周期中都会贡献收入，因此软件云化后有助于激活存量客户，这些客户每年都会为软件企业提供稳定的收入支撑。另一方面，云化之后打通企业内外数据，基于 AI 大数据技术的数据清洗、数据存储、数据挖掘等应用将逐渐产生，云产品有望提供更多增值服务，从而提升单用户的 ARPU 值，驱动软件企业的新增长。

云化平滑收入和现金流的季节性波动，企业经营更加稳健。中国软件企业下游付费客户的主力以政府、大中型企业为主，因此软件企业的收入和现金流普遍存在季节性波动。具体而言，Q2 和 Q4 确认的收入较多，尤其是 Q4 确认的收入可以占到全年收入的 40%-50%。这种模式下，如果前三季度出现某个大额订单的延期，就会对业绩形成巨大的扰动，从而不利于企业的稳健经营。云化之后，企业可以按月确认云 SaaS 产品的收入，同时存在大量的预收款，现金流有望明显好转，有助于企业平滑收入和现金流的季节性波动。以用友为例，Q4 的收入占比从 48% 下降至 41%，总体符合云化转型之后业绩平滑的趋势。

图表 17 用友收入占比季度分布



资料来源：WIND，华安证券研究所

云化降低企业使用软件门槛，有助于拓展小微企业长尾市场。云化的 SaaS 订阅模式的收费仅为一次性的 License 模式的 1/3，大大降低企业使用软件的门槛。另一方面，软件云化之后可以实现版本的快速迭代和远程运维，降低软件企业和客户的运维和交付成本。因此，云化可以帮助软件企业拓展小微企业的长尾市场。当前中国小微企业占企业总数的 90%，贡献税收总额的 50%，小微企业市场仍具有巨大的发展潜力。云化使得软件企业从存量的大中型企业市场向增量的小微企业市场延伸，进一步提升软件企业的产品渗透率，为软件企业创造新的利润增长点。

3.3 中国企业云服务市场空间巨大，大型企业是付费主力

对比发达国家，中国企业云服务市场发展空间巨大。中国企业信息化的投入与整体经济发展水平仍有较大的差距，根据艾瑞咨询发布的《中国企业级 SaaS 行业研究报告》统计，2018 年中国 GDP 占全球的比例达到 15.8%，而中国企业 IT 支出占全球 IT 支出的比例仅为 3.7%，过去粗放式发展模式下，中国经济总量的快速增长很大程度上没有反应到企业的信息化投入中，因此企业信息化的整体水平较全球有所滞后。另一方面，从企业云服务的角度来对比中美之间的差异，根据 T 研究和阿里云智能研究中心的统计，中国注册企业数量是美国的 3 倍，但是上云企业数量仅为美国的 1/14、SaaS 市场规模仅为美国的 1/4、企业平均账号单价仅为美国的 1/12。因此，我们认为随着经济进入新常态、ICT 技术不断发展、企业内生精细化管理的需求不断显现，中国企业信息化支出占比有望显著提升，而上云有望成为企业 IT 支出的主要方向，中国企业云服务市场的发展空间巨大。

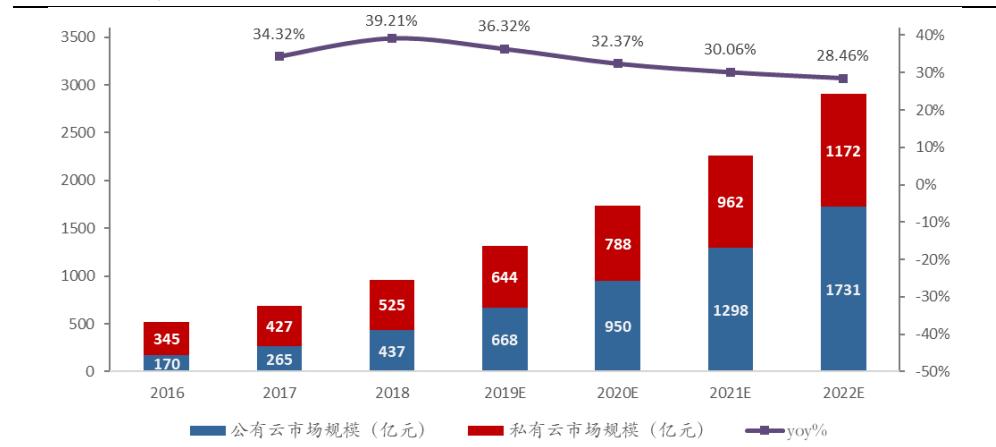
图表 18 中美云服务市场对比

项目	美国	中国	美国：中国
注册企业数量	2800万+	8000万+	1:3
上云企业数量	2240万+	157万+	14:1
SaaS 市场规模	\$72.2亿	\$17.3亿	4:1
单企业SaaS投资额	\$255	\$21.60	12:1
企业平均账号单价	255\$/终端账号/年	147.2¥/终端账号/年	12:1

资料来源：《2018-2019中国SaaS市场洞察报告》，《2019中国SaaS产业研究报告》，华安证券研究所

中国云计算产业规模在 2022 年有望达到 2903 亿元，三年复合增速 30%。根据中国信通院发布的《云计算发展白皮书 2019》中测算，中国公有云产业规模 2022 年有望达到 1731.3 亿元，私有云产业规模有望达到 1171.6 亿元，合计中国云计算产业规模在 2022 年有望达到 2902.9 亿元，三年的复合增速将达到 30%。同一时间，全球公有云产业规模在 2022 年将达到 2700 亿美元，三年复合增速 20%。因此，中国企业云服务市场有望实现快速全球平均的增速。

图表 19 中国云计算产业规模预测



资料来源：《云计算发展白皮书 2019》，华安证券研究所

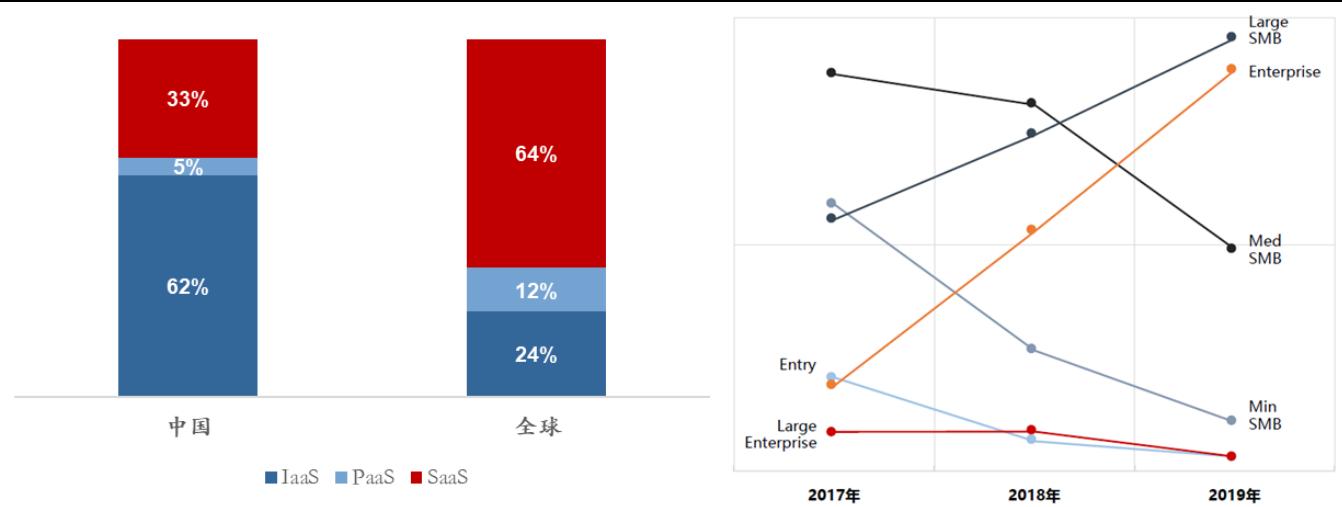
中国企业云服务市场发展特点：IaaS 占比较高、大型企业是付费主力。对比中国和发达国家在企业云服务商发展的差异，我们认为中国企业云服务市场当前有两大特点：

1) IaaS 产业占比较高，SaaS 产业是未来趋势。根据信通院发布的《云计算发展白皮书 2019》统计，在公有云的产业结构中，中国 IaaS 产业占比达到 62%，SaaS 产业占比仅为 33%。相反，全球公有云产业结构中，IaaS 产业占比 24%，SaaS 产业占比 64%。我们认为这主要是中国和全球云计算产业发展阶段的不同。当期中国仍处于云计算发展的初期，因此云计算产业的发展仍是以 IaaS 层的算力基础设施建设为主。只有当基础算力资源的建设能够充分满足企业 IT 需求后，基于其上的 PaaS 平台和 SaaS 应用才会逐渐兴起。我们认为这个时间拐点已经逐渐到来。在 IaaS 领域，中国已经诞生出如阿里云等一系列行业巨头，云数据中心的建设也已经如火如荼的展开。展望未来，在 IaaS 基础逐渐完善后，SaaS 产业的发展必将兴起，长期来看，中国企业云服务市场的结构有望与全球趋同，因此 SaaS 产业具有较大的发展空间。

2) 大型企业是付费主力，但二次开发能力较弱，偏好一揽子解决方案。由于中国信息化发展相对滞后，因此小微企业本身信息化程度较差，甚至很多企业直接跳过信息化阶段而进入云化时代，这就导致很多小微企业在上云、用云方面都存在较大的问题，上不了、用不好的现象使得中国的小微企业不具备支撑云 SaaS 持续发展的条件，这也是中国与美国在云服务产业发展中最大的不同。另一方面，小微企业当前仍面临激烈的生存竞争，上云需要一定的前期投入，带来的产出有滞后性，同时中国企业云服务尚缺乏针对不同行业领域的标杆案例，导致很多小微企业不愿意为未来尚不可见的效益进行付费。因此，中国上云付费的主力仍以大型企业为主。根据 T 研究的统计，在持续付费的云 SaaS 客户中，大中型企业的占比逐年提升，也印证了我们的逻辑。

同时，大型企业虽然有较好的信息化基础以及充足的资金投入，但是面对复杂业务场景的个性化定制、以及多种云 SaaS 产品的融合等二次开发能力依然较差。因此，中国大型企业在云服务的采购方面，更多偏好一揽子的解决方案，希望实现从 PaaS 平台到多种 SaaS 应用的整体交付，这也是中国云服务市场的发展特点之一。

图表 20 中国公有云产业和 SaaS 用户结构

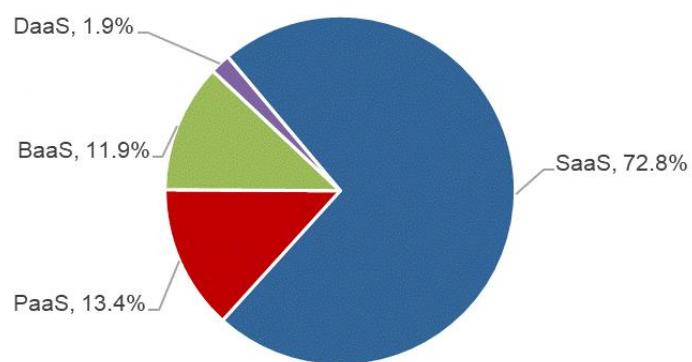


资料来源：《云计算发展白皮书 2019》、《2019 中国 SaaS 产业研究报告》，华安证券研究所

3.4 用友竞争优势：产品、平台、生态、客户

产品优势：公司云产品体系完善，具备为大中型企业提供一揽子解决方案的能力。用友具备综合型的云产品体系，横向覆盖多个行业，包括工业云、建筑云、汽车云、金融云、能源云、财政云、餐饮云、医疗云等，纵向覆盖企业多个应用领域和场景，包括财务云、人力云、采购云、营销云、协同云、电子发票等。除了这些标准化的 SaaS 产品外，公司还能够提供开放式的 PaaS 平台、BaaS 业务服务、DaaS 数据服务。2019 年，公司云业务收入中，SaaS 收入占比 73%、PaaS 收入占比 13%、BaaS 收入占比 12%、DaaS 收入占比 2%，公司产品趋于多元化。在此过程中，公司多种云产品之间有望实现交叉销售，从而降低获客成本，提升单用户的 ARPU 值。

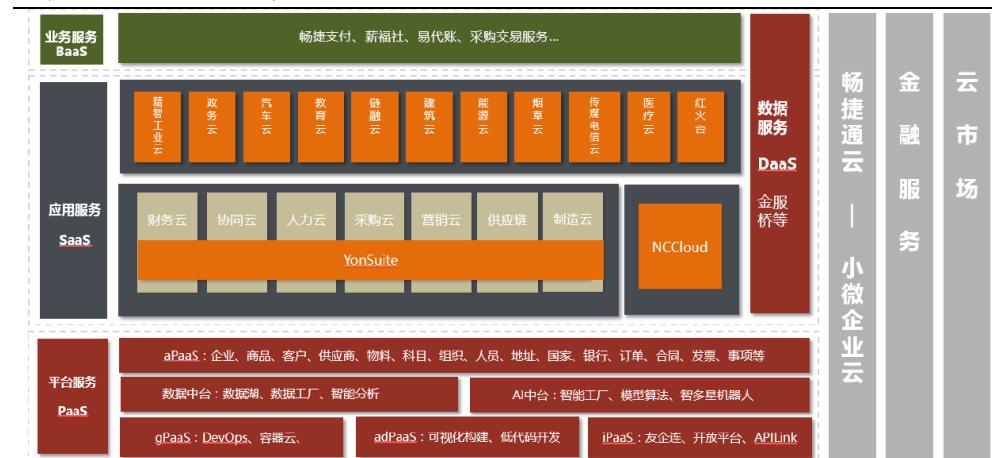
图表 21 用友 2019 年云业务收入结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

另一方面，公司在提供多元化产品的同时，还通过 ERP 套件和 BIP 平台，将这些产品和能力集中交付给客户，供客户进行模块化选择。例如，公司推出面向大型企业的 NC Cloud，覆盖制造业、消费品、建筑、房地产、金融保险等 14 个行业大类，68 个细分行业，包括数字营销、智能制造、财务共享、数字采购等 18 大解决方案，为企业提供了丰富的应用场景和产品模块选择。因此，我们认为用友多元化的云产品体系以及依托 ERP 套件和 BIP 平台进行资源整合的能力，使得公司在国内企业云服务市场具备了为大中型企业提供一揽子解决方案的竞争优势。

图表 22 用友云服务体系架构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 23 NC Cloud 产品架构



资料来源：用友官方微信号，华安证券研究所

平台优势：iUAP 提供开放平台、YonBuilder 降低开发难度。为了更好支撑公司各类 SaaS 产品在客户现场的个性化开发，用友在 2015 年发布 iUAP 企业互联网开放平台。目前，iUAP 已经迭代至 5.0 版本，提供“3+2+1”的功能架构。“3”即三个中台，业务中台聚焦业务运营，实现能力复用；数据中台融合数据组织、治理、智能等算法，进一步挖掘数据潜力；技术中台引入微服务、容器、DevOps 等理念，为企业提供云原生的开发工具。“2”即混合云和生态两大服务，通过 iUAP 平台与用友的私有云、公有云产品无缝打通，帮助大中型企业实现混合云部署。另一方面，还可与第三方平台集成，实现 ISV、服务商、供应商、企业员工的开放协作。“1”即基于 YonBuilder 的低代码、无代码开发平台。

YonBuilder 是公司今年 5 月发布的云原生 PaaS 平台产品，既支持公民开发者无代码可视化应用构建，也支持专业开发人员低代码高效率应用开发。可以提供零代码架构、无服务专业开发、函数式低代码扩展，以及泛终端的开发体验。我们认为 YonBuilder 显著降低了企业二次开发的难度，尤其适合国内大中型企业开发能力不足的现状。

因此，公司依托开放的 PaaS 平台，构建了三大中台、两大服务和一个低代码、无代码开发平台的体系架构，能够帮助企业实现个性化、定制化的产品开发，具备了平台竞争优势。

图表 24 用友 iUAP 平台架构


资料来源：iUAP 官网，华安证券研究所

生态优势：云市场汇聚伙伴资源，SaaS 加速计划构建产业生态。在提供自研 SaaS 产品和开放式 PaaS 平台的同时，用友还于 2017 年上线了用友云市场，旨在汇聚优秀的 ISV 伙伴资源。ISV 伙伴可以基于用友的 PaaS 平台进行 SaaS 产品开发，借助用友的渠道进行产品的分发。部分优秀且具备共性需求的 SaaS 产品还有望加入用友的产品矩阵，实现在云 ERP 套件中的集成，从而帮助 ISV 伙伴快速推广产品、获取收益。截止 8 月 6 日，用友云市场入驻伙伴企业超过 7000 家，入驻产品及服务突破 11000 个，云生态初见雏形。

另一方面，用友积极推进生态战略，2018 年发布“鲲鹏计划”，2019 年又发布“鲲鹏计划 2019”。2020 年，用友“鲲鹏计划”再升级，推出“SaaS 加速器计划”，进一步优选、融合生态伙伴，提供云原生开发资源扶持、独有营销资源扶持、专职运营资源扶持以及 10 亿产业基金扶持。用友云生态计划到今年年底推出 20 多款优选深度融合产品与服务和 80 多款云融合产品。同时，针对 SaaS 加速器计划，2020 年用友云开发平台将免费培训 100 家 ISV、1000 名个人开发者，用友技术专家也将免费提供开发过程支持。作为“SaaS 加速器计划”的具体落地，2020 年 5 月，用友联合华为发起名为“万物生长、SaaS 加速”的“用友·华为云杯”第二届企业云服务开发者大赛。开发者可以基于华为云提供的鲲鹏 ECS 弹性云服务器、华为云 EI 技术，以及用友提供的 YonBuilder 开发平台、AI 技术平台、Yonsuite 套件、友空间协同办公平台、APILink 调用接口，以领域云、行业云、友空间、华为鲲鹏处理器 SaaS 适配产品等为主题进行创作开发。

我们认为，一个优秀的企业级云服务商不仅仅是一个云服务产品的提供商，更应该是一个云生态的建设者和培育者。用友通过“SaaS 加速器计划”的生态战略、云市场的发布渠道、YonBuilder 的 PaaS 开发平台，正在逐渐构建围绕自身产品体系的生态圈，这将有助于公司增强客户粘性、提升行业话语权、敏捷开发快速交付，为公司发展提供强大的生命力，形成用友的生态优势。

图表 25 用友 SaaS 加速器计划优选原生开发伙伴



资料来源：用友官网微信号，华安证券研究所

客户优势：大中型企业是公司主要客户，云时代付费能力和付费意愿更强。用友从软件时代开始就已经占据了大中型企业客户市场的较大份额，根据2018年年度投资者交流会时公司披露的信息，用友的客户在中国千亿级企业中占比58%、在中国500强企业中占比56%、在中国主要港口企业中占比70%、在中国十大名酒企业中占据9家、在城市水务、公路、轨交运营企业中占比80%、在中国千万级吞吐量机场中占比60%。因此，公司从软件时代已经积累了丰富的大中型企业客户。从公司产品的收入结构中也可以看出这一趋势，公司软件业务的收入中，大中型企业贡献收入的90%，小微企业仅贡献收入10%（基于2018Q3数据）。在公司云业务收入中，大中型企业贡献收入93%，小微企业贡献收入7%（基于2019年数据）。

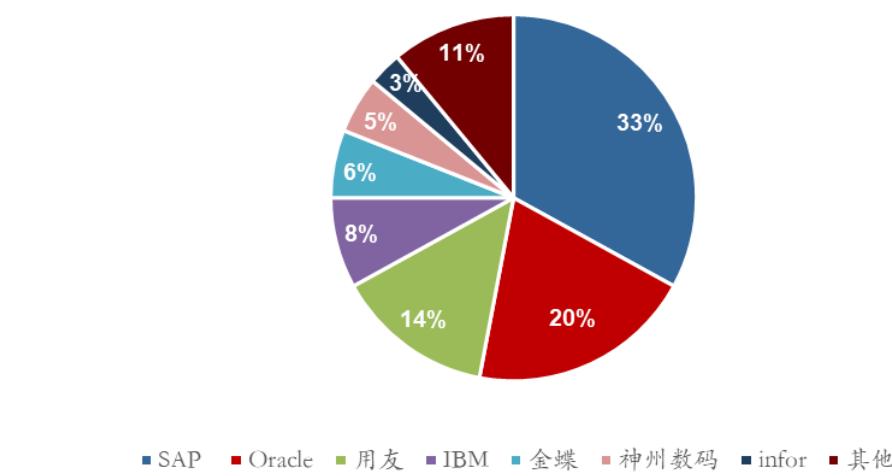
因此，公司在大中型企业市场拥有了良好的客户基础，大中型企业也为公司贡献了绝大部分收入来源。展望未来，我们认为大中型企业是云服务时代的付费主体，更具付费能力和付费意愿。从用友披露的数据来看，公司大中型企业云业务的客单价为98500元，小微企业的客单价仅有1571元，两者差距明显。公司目前拥有大中型企业云业务付费客户8.41万家，随着公司大型ERP产品的逐渐云化，预计未来公司大中型企业付费客户的数量还将快速增长，这将为公司构筑起企业级云服务市场的客户优势。

4 新动能 2：踏国产化浪潮，拓超大型客户

4.1 外资品牌仍占据国内高端 ERP 市场主要份额

外资品牌占据国内高端 ERP 市场半数以上份额。根据前瞻产业研究院的统计，在国内 ERP 市场整体的竞争格局中，用友以 40% 的市场份额位列第一。但是从高端 ERP 市场的情况来看，SAP 以 33% 的份额位列第一、Oracle 以 20% 的份额位列第二、用友仅以 14% 的份额位列第三。若算上 IBM 的 8% 市场份额，外资品牌前三强已经占据了国内高端 ERP 市场超过半数的份额。我们认为外资品牌的崛起有其历史原因，同时外资品牌在传统软件时代积累的产品经验、技术经验和客户粘性也并非内资品牌短期内可以取代。

图表 26 国内高端 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

软件云化给予国内 ERP 厂商追赶良机。我们认为传统软件向云转型给予了国内 ERP 厂商追赶的良机。一方面云时代底层 IT 基础资源得以重构，不再需要 IBM 小型机等单体算力强大的服务器作为软件的支撑，外资头部品牌在传统服务器硬件体系上构建的生态经验将逐渐淡化。而国内则涌现出一批具有国际领先水平的 IaaS 巨头如阿里云、华为云，他们有望提供从服务器、数据库到操作系统的软硬件 IT 基础设施，为上层软件业务的性能追赶提供了技术支撑。

另一方面，基于云的软件产品本身需要重构，国内外厂商在云时代产品的开发上处于同一起跑线，两者在云产品开发的经验积累和客户实践上的差距有望不断缩小。此外，由于 Oracle 在云转型方面较为迟缓，结合 2019 年 5 月 Oracle 中国区域研发中心裁员，我们认为 Oracle 在云时代的竞争优势，尤其在中国区的产品研发和交付能力正在逐渐弱化。因此，软件云化给予了国产软件厂商追赶的良机，也为用友等国内头部软件企业带来了新的发展机遇。

4.2 信创产业加速推进，国产替代趋势显现

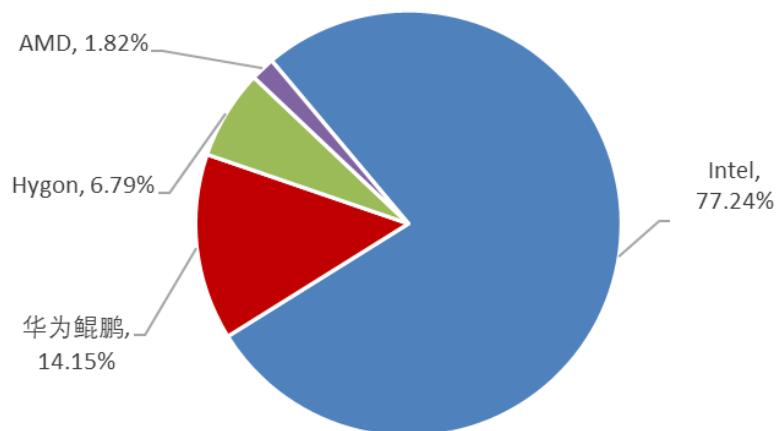
运营商服务器集采国产化占比超 20%，信创产业加速推进。4月 14 日，中国移动《2020 年 PC 服务器集中采购项目》招标公告发布，采购规模共计 13.83 万台。5月 28 日，中移动在官方的采购招标网发布中标候选人公告，披露了中标候选人的份额和报价，我们据此测算此次服务器集采总金额超过 80 亿元。此次服务器集采共分为 7 个标包，包括计算型服务器 1 档、计算型服务器 2 档、均衡型服务器 1 档、均衡型服务器 2 档、均衡型服务器 3 档、存储型服务器 1 档、存储型服务器 2 档。中标候选人包括华为、中兴通讯、烽火通信、中移系统集成、中科可控等企业。由于各种类型的服务器标包均有 1 档和 2 档，结合此前中国电信 5.63 万台服务器集采中，将服务器 CPU 类型分为 Intel 至强系列、华为鲲鹏系列、Hygon Dhyana 系列和 AMD EPYC 系列，我们估算中移动集采中，2 档标包均为国产芯片的服务器。我们据此测算出，此次服务器集采中，Intel 服务器占比 77.24%、华为鲲鹏服务器占比 14.15%、Hygon 服务器占比 6.79%、AMD 服务器占比 1.82%。总体来看，国产芯片的服务器占比达到 20.94%，这也与此前中国电信集采中，国产服务器占比 19.86% 较为接近。可以看出，在 2020 年运营商服务器集采中，国产芯片的服务器占比大幅提升至 20% 左右，已经成为一种趋势，信创产业正在加速推进。

图表 27 中移动集采服务器中标结果

标包序号	标包类型	采购数量（台）	中标候选人/份额	投标报价（亿元）
标包1	计算型服务器1档	51345	华为 44%	33.03
			中兴通讯 36%	29.59
			中移系统集成 20%	32.23
标包2	计算型服务器2档	1500	华为 70%	0.66
			中移系统集成 30%	0.67
标包3	均衡型服务器1档	19995	中兴通讯 50%	11.27
			烽火通信 30%	12.12
			华为 20%	13.59
标包4	均衡型服务器2档	18661	中移系统集成 50%	7.87
			华为 27%	8.33
			中科可控 23%	7.62
标包5	存储型服务器1档	31975	中兴通讯 50%	18.31
			华为 27%	20.86
			中移系统集成 23%	20.25
标包6	存储型服务器2档	8796	中科可控 58%	5.22
			中移系统集成 42%	5.72
标包7	均衡型服务器3档	6000	中兴通讯 58%	2.66
			中移系统集成 42%	2.41

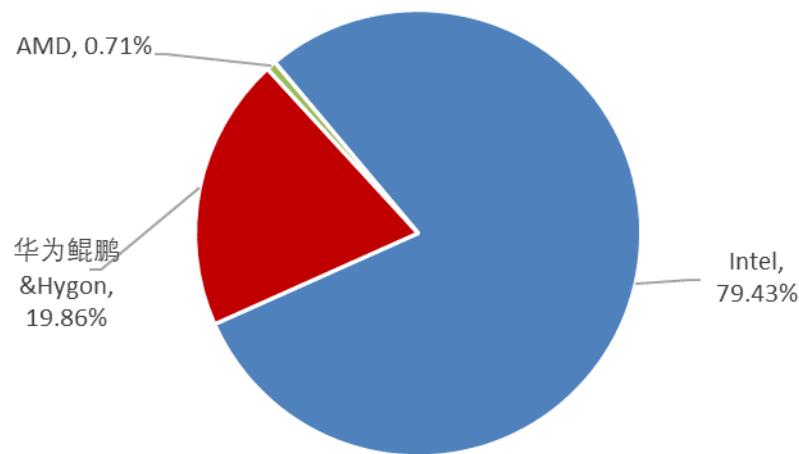
资料来源：中国移动采购与招标网，华安证券研究所

图表 28 中移动集采服务器 CPU 芯片分布测算



资料来源：中国移动采购与招标网，华安证券研究所

图表 29 中国电信集采服务器 CPU 芯片分布



资料来源：招标网，华安证券研究所

图表 30 中国电信集采服务器资格预审信息

标包序号	标包类型	采购数量(台)	CPU类型
标包1	计算型服务器(I系列)	17829	Intel至强Gold系列或Silver系列
标包2	大数据型服务器(I系列)	13424	Intel至强Gold系列或Silver系列
标包3	分布式存储型服务器(I系列)	5450	Intel至强Gold系列或Silver系列
标包4	冷存储型服务器(I系列)	3697	Intel至强Gold系列或Silver系列
标包5	NFV型服务器(I系列)	1564	Intel至强Gold系列或Silver系列
标包6	GPU型服务器(I系列)	2767	Intel至强Gold系列或Silver系列
标包7	服务器(A系列)	398	AMD EPYC 7002系列
标包8	服务器(H系列)	11185	鲲鹏920系列 Hygon Dhyana系列

资料来源：招标网，华安证券研究所

服务器成为信创落地的基石，国产化从政府向关键领域拓展。我们认为国产芯片的服务器是信创率先落地的重要体现。一方面，服务器作为算力硬件的载体，是其他所有国产软件的底层基础，国产的操作系统、应用软件都需要首先与国产服务器进行适配。因此，服务器是国产化的基石。另一方面，当前服务器领域的芯片架构逐渐趋于多元化，除了传统的X86架构，基于ARM、MIPS等架构的国产化服务器也逐渐兴起，使得服务器产业的生态更加丰富，有望逐渐摆脱对X86单一架构的依赖，更利于信创产业的发展。因此，我们认为服务器是信创落地的重要基石。

此次中移动以及前期中国电信在服务器采购中，国产化服务器占比接近20%，从一个侧面体现了信创落地的加速。此前信创的落地更多体现在政府相关部门在国产软硬件产品上的替代，而此次国产化的趋势从政府向电信等关键信息基础设施领域拓展，反映出信创产业的影响力在不断扩张。未来在政府和关键领域的采购中，国产化软硬件产品都将作为Plan B，在最终的供应商中占据一定的比例，有望显著拉动国产软硬件的需求。

图表 31 服务器芯片架构趋于多元化

分类	X86	ARM	MIPS	Power	Alpha
现状/趋势	✓3家公司拥有架构License ✓2003年开始有64位服务器版本	✓软银控股，独立运营的英国公司，只销售license，支持合作方设计和销售芯片 ✓2011年发布v8架构，应用于服务器领域	✓已被Wave Computing收购 ✓后续计划开源，重点发展边缘计算领域	✓BIM公司拥有，主要用于IBM服务器 ✓通过OpenPower联盟拓展生态	✓由DEC开发，先被康柏收购后被惠普雪藏
技术特点	✓CISC指令集 ✓追求单核能力强 ✓从PC到服务器，后向兼容历史指令	✓RISC指令集 ✓重视低功耗设计 ✓多核技术路线，追求能效比	✓RISC指令集 ✓小型化、低功耗，嵌入式设备使用较多	✓RISC指令集 ✓单核能力强 ✓追求极致可靠性 ✓成本较高	✓RISC处理器中最快的一种，获得WindowsNT支持
国内公司	✓海光通过AMD获得授权 ✓兆芯通过VIA获得授权	✓华为和飞腾拥有v8架构永久授权	✓龙芯拥有永久架构授权	✓苏州中晟宏芯通过OpenPower联盟获得架构授权，未量产	✓国产服务器企业中申威基于该架构研发服务器芯片
优劣势和前景分析	优势： ✓软件生态好，服务器领域市占率高 劣势： ✓指令集向后兼容包袱重，实现复杂 ✓芯片面积大，功耗高 ✓价格昂贵	优势： ✓可拥有完整知识产权 ✓芯片厂商多，已形成生态 ✓技术追求能效比，匹配数据中心发展趋势 劣势： ✓服务器软件生态弱于X86	劣势： ✓服务器领域生态较弱，市场占有率低，影响力逐步减弱	劣势： ✓技术和生态由IBM掌控，主要应用于金融行业，其他行业应用少	劣势： ✓服务器领域生态较弱，市场占有率低，影响力逐步减弱

资料来源：《中国云计算产业发展白皮书》，华安证券研究所

4.3 用友产品积极适配，把握软件国产化新机遇

用友产品积极适配国产服务器、操作系统和数据库。当前国产替代的主力仍是以政府和大型国有企业为主，因此，用友自从发布了面向大型企业的云 ERP 套件 NC Cloud 之后，开始积极适配相应的国产服务器、操作系统和数据库产品。2019 年 5 月，NCC 完成与银河麒麟操作系统的适配；2019 年 7 月，NCC 完成与达梦数据库的适配；2019 年 9 月，NCC 完成与华为泰山服务器（鲲鹏芯片）、GaussDB 数据库的适配；2020 年 3 月，NCC 完成与飞腾处理器的适配。至此，用友核心 ERP 产品 NC Cloud 已经实现与主流国产服务器芯片、操作系统和数据库的适配。

图表 32 用友产品国产适配情况

时间	适配产品	用友产品
2020/03	飞腾处理器（FT-1500A/4、FT-1500A/16、FT-2000/4、FT-2000+/64）	NC Cloud、U8 Cloud、稳件中间件
2019/09	华为 TaiShan 服务器、GaussDB 数据库、OceanStor V5 KunPeng 系列存储	NC Cloud、A++
2019/07	达梦数据库管理系统V7	NC Cloud
2019/05	银河麒麟桌面操作系统V4、银河麒麟服务器操作系统V4	NC Cloud、NC 6.5

资料来源：用友官方微信号，华安证券研究所

用友与华为全面战略合作，共同打造国产化软硬件解决方案。2019 年 7 月 23 日，华为鲲鹏计算产业发展峰会召开，华为云发布“鲲鹏凌云计划”，用友成为“鲲鹏凌云计划”首批企业应用战略合作伙伴。2019 年 9 月 18 日，华为全联接大会上，用友成为唯一一家同时荣获“鲲鹏生态合作最佳实践伙伴”、“华为云生态合作最佳实践伙伴”殊荣的企业，并联合华为发布基于华为云和用友 iUAP 平台的企业数字化应用平台以及智慧财政解决方案。当前，用友和华为的合作已经基本覆盖了公有云、专属云和混合云模式。针对公有云客户，用友采用华为云+华为 PG 数据库。针对混合云和私有云客户，用友则推广华为 TaiShan 服务器+GaussDB 数据库+NC Cloud 的全国产化解决方案。叠加用友与华为联合举办的“用友·华为云杯”第二届企业云服务开发者大赛，我们可以明显看到两者之间紧密的合作关系。依托华为云在当前国产替代中的重要影响力，用友有望与华为合作，共同为政府、大型、超大型企业提供综合的国产化软硬件解决方案。

超大型企业软件国产化成用友主要战略方向，抢抓窗口期新机遇。从公司年报和季报的战略目标中，我们也可以看出公司对大型企业乃至超大型企业国产替代的重视。2019 年公司年报中重点提出要“落地国产化产品方案，支撑大型企业全面国产化”。2020 年一季报中，公司再次强调“加强产品在国产化方面的适配工作，加快国产替代的步伐”。我们认为当前正处于超大型企业管理软件国产替代的窗口期。随着中美贸易摩擦向科技领域延伸、信创产业从政府向关键行业拓展，国内超大型企业在软硬件产品采购方面必将会向国产供应商倾斜。当前国内超大型企业大部分仍在使用海外的 ERP 产品，而用友作为深耕 ERP 领域 30 余年的国产软件龙头，有望在这一轮国产替代的浪潮中抢抓机遇，实现业务的新增长。

5 新动能 3：工业互联网风起，公司积极布局

5.1 工业互联网政策频发，成为新基建重要组成部分

工业互联网连续三年写入《政府工作报告》，今年以来政策频发。今年以来工业互联网相关政策频发，2月中央政治局会议提出推动5G网络、工业互联网等加快发展；3月工信部发布《关于推动工业互联网加快发展的通知》，4月发改委发布推动企业“上云用数赋智”行动的实施方案，推动企业数字化转型；5月《政府工作报告》再提“发展工业互联网，推进智能制造”，工业互联网连续三年写入《政府工作报告》。对比2018/2019年《政府工作报告》中涉及工业互联网的内容，我们认为“为制造业转型升级赋能”的核心思想没有改变，在关注重点上从“工业互联网平台”拓展到了“工业互联网”全领域，也从侧面反映了工业互联网的地位提升。我们认为工业互联网作为企业数字化转型的载体，在疫情影响经济发展和企业复工复产的背景下，工业互联网建设更加迫在眉睫。当前工业互联网相关政策持续发布，有望促使产业加快发展。

图表 33 近期及两会工业互联网政策梳理

时间	政策文件	发布单位	涉及工业互联网的政策内容
2020/02	中央政治局会议	——	要发挥好有效投资关键作用，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展
2020/03	《关于推动工业互联网加快发展的通知》	工信部	改造升级工业互联网内外网络；增强完善工业互联网标识体系；提升工业互联网平台核心功能；建设工业互联网大数据中心
2020/04	《推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	发改委 网信办	大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型；加快完善数字基础设施，推进企业级数字基础设施开放，促进产业数据中台应用，向中小微企业分享中台业务资源。
2020/05	《关于工业大数据发展的指导意见》	工信部	持续推进工业互联网建设，实现工业设备的全连接；建设国家工业互联网大数据中心；发挥工业互联网平台优势，提升平台的数据处理能力
2020/07	《工业互联网专项工作组2020年工作计划》	工信部	提出了包括提升基础设施能力、加强统筹推进、推动政策落地等10大任务类别54项具体举措
2018/03	《2018年政府工作报告》	国务院	推进智能制造，发展工业互联网平台，创建“中国制造2025”示范区
2019/03	《2019年政府工作报告》	国务院	促进先进制造业和现代服务业融合发展，加快建设制造强国。打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能
2020/05	《2020年政府工作报告》	国务院	推动制造业升级和新兴产业发展。大幅增加制造业中长期贷款。发展工业互联网，推进智能制造。

资料来源：中国政府网，工信部、华安证券研究所

工业互联网是IT、OT、CT技术的融合，有望转变企业生产制造模式，是新基建的重要组成部分。工业互联网本质是IT、CT、OT技术的三重融合，通过CT（通信技术）连接企业内外各类数据，实现工业全要素、全产业链、全价值链的数据打通，依托IT（信息技术）针对海量数据进行挖掘和分析，并与OT（生产管理技术）结合，使得过去生产制造过程中隐形的工艺和经验能够显性化、数字化、可复用、可预测，最终形成工业经验和机理模型的沉淀，赋能和改造传统的工业体系，帮助企业多、快、好、省，创造更多价值。

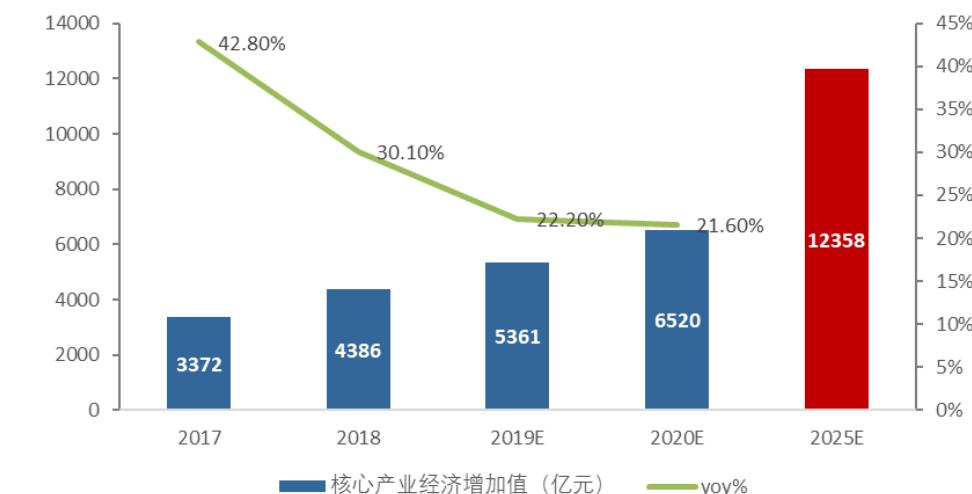
工业互联网有望转变企业生产制造模式，主要体现在四个方面。**1) 智能化生产：**企业制造模式由自动化、数字化向智能化转变，大幅提升生产效率和质量；**2) 个性化定制：**企业产品的生产销售由规模化定制向个性化定制转变，实现以用户为中心的按需生产，有效满足市场的多样化需求，同时解决企业的库存和产能问题；**3) 网络化协同：**企业生产组织方式由地理集聚向网络集聚转变，工厂不再是企业生产制造的唯一中心，通过产业链协同、众包设计、供应链协同，有效降低资源获取成本，打破企业的疆域，提升产业整体竞争力；**4) 服务化延伸：**企业商业模式从卖产品向卖服务拓展，通过产品上的智能模块，实现售后的多样化服务，拓展企业利润空间。

因此，工业互联网在企业的数字化转型方面具有重要意义。近年来新基建的概念屡被提及，2020年新冠疫情发生以来，新基建作为守住“六保”底线、完成“六稳”工作的主要投资方向，再次获得从政府到社会的重视。2020年4月发改委权威定义了新基建的内涵，其中工业互联网作为新基建网络基础设施之一，成为新基建的重要组成部分。

5.2 工业互联网市场规模有望超万亿

2025年工业互联网核心产业市场规模有望达到1.24万亿，发展空间广阔。根据工业互联网产业联盟发布的《工业互联网产业经济发展报告》，2019年预计工业互联网核心产业（工业互联网建设涉及的网络、平台、安全等软硬件基础设施）增加值达到5361亿元，2020年预计达到6520亿元。我们认为到2025年，工业互联网核心产业的市场规模有望达到1.24万亿。根据国家统计局的数据，2019年中国规模以上工业企业共37.28万家，企业平均年收入为28374.46万元。我们假设到2025年，规模以上工业企业均会在工业互联网相关领域有所投入。另外根据GE提出的“1%理论”（即工业企业1%的信息化投入即可创造巨大的商业价值），我们假设企业投入资金占总收入的1%，即284万元，则规模以上工业企业2025年工业互联网的市场规模有望达到10578亿元。此外，结合2025年百万企业上云的目标，测算小微企业2025年部署工业互联网的数量达到62.72万家，假设每家投入的金额为规模以上工业企业的10%，即28万元，则小微企业2025年工业互联网的市场规模有望达到1779.65亿元，两者合计接近1.24万亿，发展空间广阔。

图表 34 工业互联网发展空间广阔



资料来源：《工业互联网产业经济发展报告》，华安证券研究所

图表 35 2025 年工业互联网核心产业市场规模测算

企业分类	规模以上工业企业	小微企业	合计
上云企业数量 (万个)	37.28	62.72	100.00
企业总收入 (万亿)	105.78	—	—
企业平均收入 (万元)	28374.46	—	—
工业互联网投入占比%	1.00%	—	—
单个企业工业互联网投入 (万元)	283.74	28.37	—
工业互联网市场规模 (亿元)	10578.00	1779.65	12357.65

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

5.3 用友精智入选十大双跨平台，积极布局工业互联网

十大双跨平台是工业互联网平台建设的典型代表，入围企业将显著受益于政策扶持。2017年国务院发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，其中明确提出，“到2020年，工业互联网平台体系初步形成，支持建设10个左右跨行业、跨领域平台，建成一批支撑企业数字化、网络化、智能化转型的企业级平台。”因此，跨行业、跨领域的工业互联网平台的评选工作是国家对工业互联网相关政策落地的典型代表。2019年8月，工信部公布了2019年跨行业、跨领域工业互联网平台的清单，十大双跨平台落地。我们认为，**十大双跨平台作为中国工业互联网建设的标杆和典型代表，入围企业将显著受益于政策的扶持。**

一方面，入围的平台企业有望进入相应地方政府工业互联网平台的采购目录。在企业上云上平台的推动过程中，地方政府一般会针对上云企业发放“上云优惠券”（一种财政补贴形式），要求上云企业需要采购指定云服务商的平台服务，才能享受到政府的补助。因此，进入地方政府的平台采购目录，将显著提升工业互联网平台服务商的竞争力和客户资源，而十大双跨平台显然在这方面更具竞争优势。

另一方面，入围的平台企业本身也有望获得更多的品牌影响力和政策倾斜，在对接大型政府和企业项目时具有更强的竞争力和议价能力。因此，十大双跨平台既是国家对工业互联网政策落地的重要体现，也为入围企业带来了显著的经济价值和政策扶持。我们认为十大双跨平台的入围企业在工业互联网领域具有更大的投资价值。

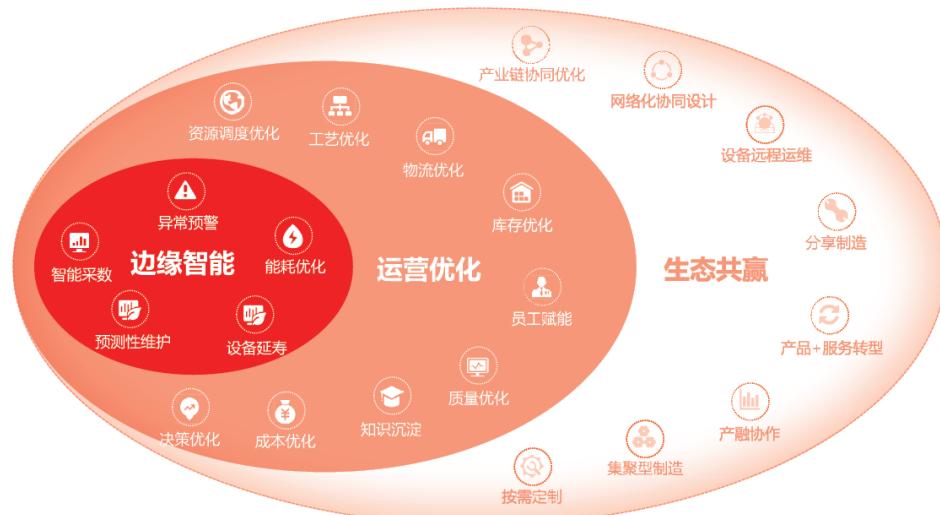
用友精智工业互联网平台入选十大双跨平台，积极布局工业互联网建设。用友精智工业互联网平台是用友云在工业企业的全面应用。基于用友精智，工业企业可以实现协同制造、智能工厂、物联服务、工业大数据、工业APP开发、企业互联、交易服务、金融服务、ERP管理等多种功能应用。目前用友精智工业互联网平台注册企业达到46.7万家，链接设备57.13万台，积累工业模型1050个，工业APP1949个，活跃用户数达到198万人，活跃开发者达到26191人。用友精智已经完成11个省地市的战略签约，入围26省市的“企业上云”、“工业互联网平台”服务厂商目录/资源池计划。根据IDC最新发布的2019年中国工业云解决方案市场分析，用友精智占据12.4%的市场份额，位列第一。我们认为，公司凭借用友精智工业互联网平台，有望在工业领域持续推进自身的上云战略和云产品组合，借工业互联网东风，提升云产品的触达率。

图表 36 用友精智工业互联网平台发展情况



资料来源：用友精智官网，华安证券研究所

图表 37 用友精智工业互联网平台应用场景



资料来源：用友精智官网，华安证券研究所

图表 38 用友精智工业互联网平台落地情况



资料来源：用友精智官网，华安证券研究所

6 盈利预测与投资建议

核心假设

- 1) **软件业务收入:** 考虑到 2019 年公司停售 NC 套件, 2020 年公司将继续发布面向大型企业的商业创新平台 YonBIP, 因此大型企业市场云产品将逐渐实现对传统软件的替代, 预计公司软件业务收入规模将持续收缩, 预估软件业务 2020/21/22 年分别下滑 15%/20%/20%。
- 2) **云业务收入:** 企业数智化转型、国产化替代、工业互联网发展都将驱动公司云业务持续发展, 预计公司云 ERP 产品、行业云、领域云、小微企业云均将实现快速增长。我们综合预估公司云业务 2020/21/22 年收入分别增长 86%/68%/55%。
- 3) **金融业务收入:** 暂不考虑支付业务的剥离, 预计公司未来仍将继续控制金融业务规模, 金融业务增速将维持低位。预估金融业务 2020/21/22 年收入分别增长 16%/8%/9%。
- 4) **毛利率:** 2020 年支付业务收入增速较快占比提升, 拉低综合毛利率。另一方面, 公司发布 YonBuilder 和 YonBIP, 研发投入持续提升, 因此预计今年毛利率会小幅下降。展望明后年, 云业务占比提升、核心云产品基本上线, 毛利率将逐渐提升。预估毛利率 2020/21/22 年分别为 64.6%/65.0%/65.2%。

图表 39 公司营业收入拆分与预测

业务拆分	2018	2019	2020E	2021E	2022E
软件业务收入	55.79	51.95	44.16	35.33	28.26
yoy%	8.00%	-6.90%	-15.00%	-20.00%	-20.00%
云业务收入	8.51	19.70	36.62	61.61	95.50
yoy%	108.07%	131.49%	85.91%	68.21%	55.02%
大中型企业云收入	8.13	18.24	34.06	57.38	89.09
yoy%	112.00%	124.00%	86.75%	68.45%	55.26%
云ERP	0.84	5.28	11.51	20.07	31.13
yoy%		530.00%	117.92%	74.40%	55.11%
领域云+行业云	3.85	7.61	13.88	23.44	36.11
yoy%		97.67%	82.56%	68.82%	54.07%
PaaS收入	2.20	2.64	3.16	3.80	4.56
yoy%	23.60%	19.70%	20.00%	20.00%	20.00%
BaaS收入	1.10	2.35	4.70	8.45	14.37
yoy%	94.40%	113.00%	100.00%	80.00%	70.00%
DaaS收入	0.14	0.37	0.81	1.62	2.92
yoy%	100.00%	156.30%	120.00%	100.00%	80.00%
小微企业云收入	0.38	1.46	2.56	4.23	6.41
yoy%	55.00%	289.10%	75.42%	64.99%	51.70%
金融业务收入	12.43	12.93	15.03	16.20	17.62
yoy%	54.79%	4.02%	16.27%	7.77%	8.78%
支付业务收入	1.55	6.51	11.72	14.18	16.38
yoy%	80.23%	320.00%	80.00%	21.00%	15.50%
友金所收入	10.88	6.42	3.32	2.02	1.25
yoy%	51.74%	-40.99%	-48.35%	-39.00%	-38.36%
其他业务收入	0.30	0.52	0.52	0.52	0.52
收入合计	77.03	85.10	96.86	114.17	142.42
yoy%	21.42%	10.48%	13.81%	17.88%	24.74%

资料来源: WIND, 华安证券研究所

投资建议

用友经过三十年的发展，逐渐从单一的财务软件迈向多元化的企业级云服务。站在新三十年的起点上，用友的云业务有望迈向企业数智化转型、国产化替代的新蓝海。公司云产品体系逐步完善、发布战略级产品 YonBIP 拓展超大型客户、开放式 PaaS 平台赋予客户定制化能力、云市场汇聚海量 ISV 生态伙伴、依托软件时代的渠道优势深度绑定大中型企业客户、积极适配国产化软硬件系统，在云时代具备了产品、平台、生态、客户的多重优势。公司有望在云业务的带动下再次起航，实现长期增长。

暂不考虑支付业务剥离的影响，我们预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 96.85/114.17/142.42 亿元，同比增长 13.8%/17.9%/24.7%。预计实现归母净利润 11.66/12.16/17.16 亿元，同比增长-1.4%/4.2%/41.2%。我们认为公司云业务近三年的增长具有较大确定性，暂不考虑金融业务的估值，针对 2022 年软件+云收入采用 PS 估值。预计 2022 年公司软件+云收入 124 亿元，给予 15 倍 PS，对应合理估值 1850 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 国内外疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；
- 2) 信创产业推进速度不及预期；
- 3) 企业上云政策力度放缓，上云积极性不及预期；
- 4) 中美贸易摩擦加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,168	10,738	13,396	17,241	营业收入	8,510	9,685	11,417	14,242
现金	7,147	7,512	10,021	13,382	营业成本	2,942	3,430	3,997	4,959
应收账款	1,368	1,371	1,232	1,235	营业税金及附加	113	128	151	188
其他应收款	456	519	612	764	销售费用	1,634	1,858	2,162	2,548
预付账款	90	103	121	151	管理费用	3,019	3,501	4,123	4,933
存货	23	29	31	44	财务费用	118	87	91	94
其他流动资产	1,084	1,232	1,410	1,709	资产减值损失	172	175	157	159
非流动资产	7,370	8,370	8,231	8,399	公允价值变动收益	235	0	0	0
长期投资	1,782	1,782	1,782	1,782	投资净收益	287	498	305	226
固定资产	2,510	2,355	2,211	2,075	营业利润	1,405	1,384	1,443	2,037
无形资产	870	1,063	1,285	1,540	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	2,208	3,171	2,954	3,002	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	17,538	19,108	21,628	25,640	利润总额	1,404	1,384	1,443	2,037
流动负债	9,112	10,071	11,869	14,628	所得税	83	81	85	120
短期借款	4,326	4,685	5,523	6,890	净利润	1,321	1,303	1,358	1,917
应付账款	597	536	675	692	少数股东损益	138	136	142	201
其他流动负债	4,190	4,849	5,671	7,046	归属母公司净利润	1,183	1,166	1,216	1,716
非流动负债	132	87	87	87	EBITDA	1,860	1,688	1,758	2,365
长期借款	45	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.36	0.37	0.53
其他非流动负债	87	87	87	87					
负债合计	9,244	10,157	11,956	14,715					
少数股东权益	1,122	1,258	1,400	1,601					
股本	2,504	3,249	3,249	3,249					
资本公积	1,762	1,890	2,032	2,291					
留存收益	2,907	2,554	2,991	3,785					
归属母公司股东权益	7,173	7,693	8,272	9,324					
负债和股东权益	17,538	19,108	21,628	25,640					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,533	1,409	2,445	2,920	成长能力				
净利润	1,321	1,303	1,358	1,917	营业收入	10.46%	13.81%	17.88%	24.74%
折旧摊销	274	216	224	234	营业利润	48.93%	-1.46%	4.24%	41.18%
财务费用	118	87	91	94	归属于母公司净利润	93.26%	-1.41%	4.24%	41.18%
投资损失	(287)	(498)	(305)	(226)	获利能力				
营运资金变动	(338)	301	1,077	900	毛利率(%)	65.42%	64.59%	64.99%	65.18%
其他经营现金流	446	0	0	0	净利率(%)	13.90%	12.04%	10.65%	12.05%
投资活动现金流	(183)	(626)	(46)	(167)	ROE(%)	17.22%	15.69%	15.23%	19.51%
资本支出	(215)	(315)	(351)	(393)	ROIC(%)	10.64%	11.25%	11.70%	15.25%
长期投资	664	(311)	305	226	偿债能力				
其他投资现金流	(632)	0	0	0	资产负债率(%)	52.71%	53.16%	55.28%	57.39%
筹资活动现金流	(155)	(418)	110	608	净负债比率(%)	-33.48%	-31.58%	-46.51%	-59.43%
短期借款	1,012	360	838	1,367	流动比率	1.12	1.07	1.13	1.18
长期借款	(127)	(45)	0	0	速动比率	1.11	1.06	1.13	1.18
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.53	0.56	0.60
其他筹资现金流	(1,040)	(733)	(727)	(758)	应收账款周转率	5.92	7.07	8.77	11.55
现金净增加额	1,195	365	2,509	3,361	应付账款周转率	5.59	6.05	6.60	7.26
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.36	0.37	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.43	0.75	0.90
					每股净资产(最新摊薄)	2.86	2.37	2.55	2.87
					估值比率				
					P/E	60.1	124.4	119.3	84.5
					P/B	9.9	18.9	17.5	15.6
					EV/EBITDA	40.58	88.49	84.73	62.99

资料来源：WIND，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、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。华安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，未经华安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形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。