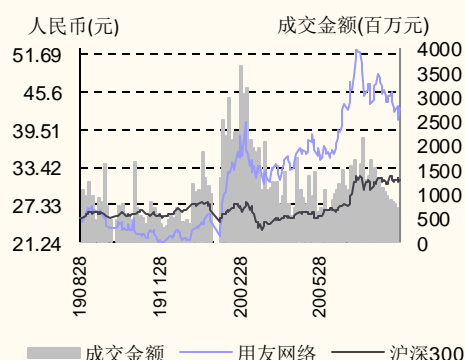


用友网络 (600588.SH) 买入 (维持评级)
公司深度研究

市场价格 (人民币): 42.31 元
目标价格 (人民币): 49.69-49.69 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	32.49
已上市流通 A 股(亿股)	32.47
总市值(亿元)	1,399.22
年内股价最高最低(元)	48.43/41.14
沪深 300 指数	4731
上证指数	3350


相关报告

- 1.《云收入逆势高增，转型发展再提速-用友网络 2019 年报点评》，2020.3.30
- 2.《重磅云产品齐发力，云转型加速-用友网络三季报点评》，2019.10.31

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

深化云转型
公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	9,859	11,484	14,168
营业收入增长率	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,186	1,378	1,776
归母净利润增长率	57.33%	93.26%	0.25%	16.17%	28.90%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.47	0.37	0.42	0.55
每股经营性现金流净额	1.07	0.53	0.51	0.85	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	16.49%	14.17%	13.99%	15.15%
P/E	67	60	116	100	77

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **用友发展 3.0 时期，云业务收入高速增长。**自 2016 年，公司正式宣布进入以“企业互联网服务”为主体业务的用友发展 3.0 时期后，公司业务形成了云服务、软件、金融服务融合发展态势。云业务收入在 2017-2019 年实现了高速增长，云业务收入三年增长率分别为 249.9%、108%、132%。
- **企业数智化浪潮与企业上云政策共同拉动上云需求。**企业数智化可为企业带来业务创新、管理变革、金融嵌入、IT 升级等，是目前企业发展的大势所趋。18 年 7 月 23 日，工信部印发了《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》的通知后，全国 20 余省、部分自治区及部分直辖市纷纷跟进，据不完全统计，全国 22 个省市 2020 年计划完成 141.6 万家企业上云，强势拉动云服务市场的需求。
- **SaaS 产品相较传统软件产品优势明显。**相比传统软件传统产品，SaaS 具有高度灵活性、高度的可靠性、强大的扩展性，能够大幅降低客户的维护成本和投入，同时这种灵活租赁、按量付费的方式也能够降低客户的运营成本。用友通过 SaaS 结合 ERP 软件，可助力企业落地中台战略，革新企业管理。
- **国产化趋势带来发展高端 ERP 软件市场新机遇。**SAP 和 Oracle 占有 53% 的高端 ERP 软件市场中，用友等领军国产 ERP 厂商进行国产替代的空间较为广阔。用友已携手华为鲲鹏与自主可控服务联盟，合力打造国产化解决方案。截至 2020 年 4 月，用友已经完成了 NC Cloud、A++ 等产品与华为 GaussDB 数据库、华为云鲲鹏云服务产品的适配工作。2020 年 7 月 1 日，公司发布公告拟非公开发行募资 64.3 亿元，其中 45.97 亿元将用于用友商业创新平台 YonBIP 建设项目，表明公司抓住机遇持续增强产业竞争力的决心。

盈利预测及估值分析

- 考虑到疫情影响及公司新发多款云产品，我们对公司盈利预测进行了调整，预计 20-22 年营收分别为 98.59、114.84、141.68 亿元，归母净利润分别为 11.86、13.78、17.76 亿元（上调 7.8%、下调 8.1%、18.0%）。分部估值给予公司 22 年目标市值 1614.34 亿元，对应目标价 49.69 元，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 企业上云政策落地不及预期；市场竞争加剧；疫情影响经济下行风险；股票解禁风险。

内容目录

一、中国 SaaS 龙头，释放企业新能量	4
1.1 领航企业服务 31 年，始终走在行业最前沿	4
1.2 用友 3.0 新战略业务布局：以云服务为核心，软件、金融服务协同融合发展	4
1.3 股权结构：大股东稳定持股，股权较集中	6
1.4 业绩状况：云业务收入高速增长，整体收入稳健	7
二、企业数智化浪潮下，SaaS 产品优势明显	9
2.1 企业数智化大势所趋，叠加疫情企业加速上云	9
2.2 SaaS 产品较传统软件产品优势明显，具备极致易用潜能	12
2.3 云 ERP 热潮兴起，用友从 iuap 到 YonBuild 打造坚实 PaaS 根基	16
三、国产化趋势带来发展新机遇	19
3.1 高端产品存量市场广阔，大型企业 IT 国产化市场继续开拓	19
3.2 携手华为鲲鹏与自主可控服务联盟，打造国产化解决方案	20
四、盈利预测及投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 投资建议及估值	23
五、风险提示	23

图表目录

图表 1：用友网络 31 年发展概览	4
图表 2：用友网络产品及解决方案概览	5
图表 3：用友网络云服务业务一览	6
图表 4：用友网络股权结构	7
图表 5：用友网络 2016-2020Q1 营业总收入及云业务收入变化情况（单位：亿元）	8
图表 6：用友网络 2016-2020Q1 归母净利润变化情况（单位：亿元）	8
图表 7：用友网络 2016-2020Q1 毛利率净利率变化情况	8
图表 8：用友网络 2016-2020Q1 三费率变化情况	9
图表 9：用友网络 2018-2020Q1 研发费用变化情况	9
图表 10：中国 IT 支出仍低于全球平均水平	9
图表 11：第四次全国经济普查中我国企业信息化总体情况	10
图表 12：全国各省市纷纷印发《推进企业上云行动计划（2018-2020 年）》	11
图表 13：全国各省市 2020 年企业上云总目标一览（单位：万家）	11
图表 14：用友网络上榜《中小企业数字化赋能服务产品及活动推荐目录（第一期）》	12
图表 15：传统软件产品与 SaaS 产品比较	13
图表 16：SaaS 四级成熟度模型的比较	13

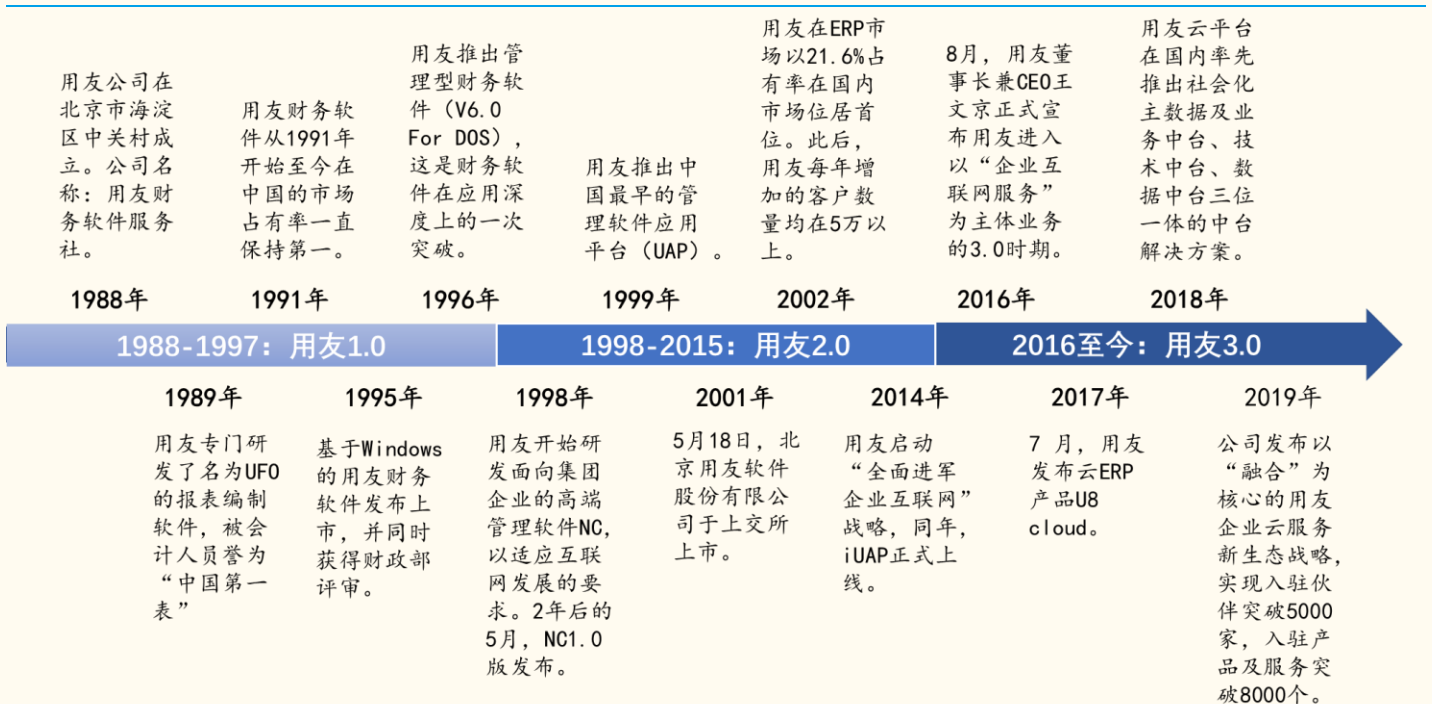
图表 17: 云原生的四大基本要素	14
图表 18: 云原生与传统部署方式的区别	14
图表 19: 用友云产品发展路径	14
图表 20: 用友商业创新平台 YonBIP 总体服务架构	15
图表 21: 用友 YonSuite 产品特点	16
图表 22: 从烟囱式架构向中台架构转型	17
图表 23: 用友云平台核心价值 3+2	18
图表 24: 用友云 YonBuilder 云平台特点	19
图表 25: 中国整体 ERP 软件市场竞争格局分析	19
图表 26: 中国高端 ERP 软件市场竞争格局分析	19
图表 27: 政策深化 IT 国产化	20
图表 28: 用友与华为双方代表签署战略合作协议	21
图表 29: 企业数字化自主可控服务联盟	21
图表 30: 公司分业务营收预测	22
图表 31: 公司分业务毛利率预测	22
图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法)	23

一、中国 SaaS 龙头，释放企业新能量

1.1 领航企业服务 31 年，始终走在行业最前沿

- 用友成立于 1988 年，是全球领先的企业软件、云服务、金融服务提供商。用友聚焦商业技术创新，为企业和行业客户、政府和公共组织提供云服务产品与解决方案，服务企业数智化转型，支撑企业商业创新。
- **用友发展 1.0 时期：打造中国领先的财务软件**，通过财务软件服务中国数十万家企事业单位，推动了中国企业的会计电算化进程；
- **用友发展 2.0 时期：开发亚太领先的 ERP/管理软件**，为中国及亚太地区两百多万家企业提供 ERP 软件等，支撑了中国众多企业的信息化建设，推动了中国企业的管理进步；
- **用友发展 3.0 时期：提供全球领先的企业云服务**，为全球企业和公共组织提供数字化、智能化、全球化、社会化、安全可信的企业云服务。2020 年，公司入选《中国互联网周刊》“2019 年度中国 SaaS 企业 TOP100”，位列第一，用友精智工业互联网平台被中国物联网产业应用联盟与深圳市物联网产业协会评为“最有影响力物联网云平台”。

图表 1：用友网络 31 年发展概览



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 用友 3.0 新战略业务布局：以云服务为核心，软件、金融服务协同融合发展

- **公司整体业务呈现出云服务、软件、金融服务融合发展态势**，全面服务企业、政府及其他公共组织数智化。依托原有传统软件、金融业务丰富、健全的产品与解决方案体系，基于移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代企业计算技术，按照商业创新平台 (BIP) 的理念，用友网络构建和运营了全球领先的企业云服务平台，积极发展营销、制造、采购、金融、财务、人力、协同等 SaaS 服务，大力拓展以创新业务服务为核心的 BaaS 服务和以数据服务为核心的 DaaS 服务，为大型企业、中型企业、小微企业以及政府与其他公共组织提供完备的云服务产品与解决方案体系。

- 从云服务、软件和金融业务细分产品及解决方案来看，原有传统软件和金融业务的产品间功能较为独立，而云服务业务产品则是基于云架构提供面向领域、面向行业、面向社会的一体化解决方案。

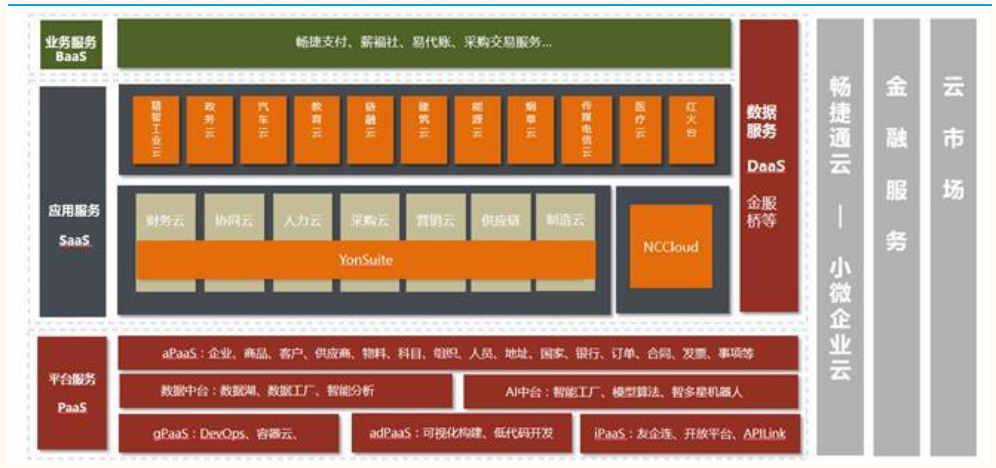
图表 2：用友网络产品及解决方案概览



来源：公司官网，国金证券研究所

- 用友云致力于满足企业客户一站式购买企业服务和一体化应用需求，设有云平台服务、企业应用服务、行业云、云解决方案等，与生态伙伴共同赋能各类企业和公共组织。公司的云服务经营模式为向企业客户与公共组织提供 PaaS、SaaS、BaaS、DaaS 等服务，收入主要是平台服务收入、应用服务收入、运营服务收入、信息和数据服务收入、平台交易收入（含分成收入）、推广第三方厂商应用服务获得的分润收入以及其他增值服务收入等。

图表 3：用友网络云服务业务一览

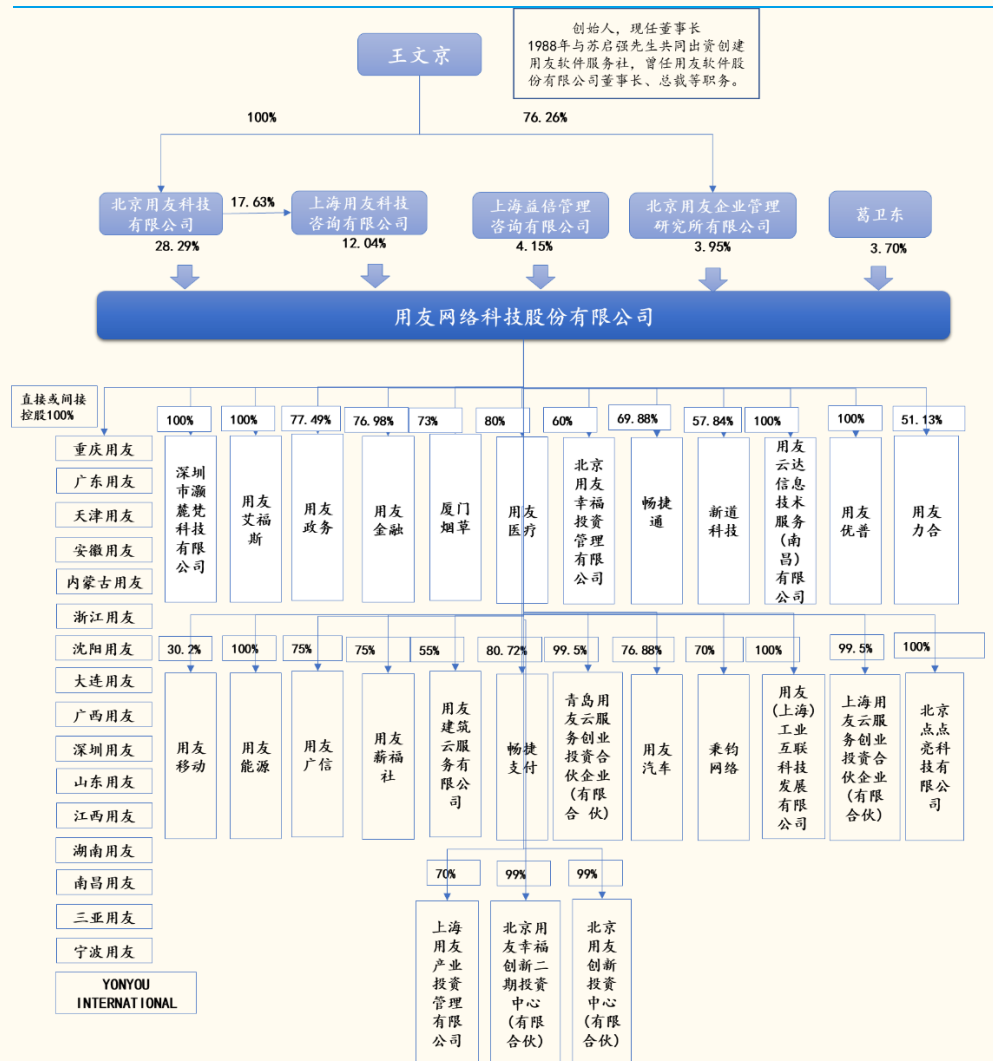


来源：公司年报，国金证券研究所

1.3 股权结构：大股东稳定持股，股权较集中

- 公司前五大股东近三年稳定持股，持股数量无变化。公司持股 5%以上机构分别为北京用友科技有限公司（持股 28.29%）和上海用友科技咨询有限公司（持股 12.04%），两大控股股东实际控制人均为王文京先生。王文京先生为用友网络现任董事长，间接对公司持股比例超过 33%。
- 为满足公司各项业务需求，公司设立或投资子公司超 40 家，其中 17 家为公司设立的各省市分公司以及国际分公司。
 - 公司面向汽车、金融、烟草、广电和电信、餐饮等行业业务由公司各控股子公司（如用友医疗、用友能源、用友汽车等）提供标准产品及解决方案；
 - 公司面向小微企业的云服务业务是由公司控股子公司畅捷通公司提供；
 - 公司财政管理与政府财务管理业务由公司控股子公司用友政务公司提供；
 - 公司面向院校教育业务由公司控股子公司新道科技公司提供；
 - 公司企业支付服务业务由公司控股子公司畅捷通支付公司提供；
 - 互联网投融资信息服务业务由公司控股子公司友金所提供；
 - 公司互联网保险经纪业务由公司控股子公司友太安保险经纪公司提供；
 - 公司社会化用工综合服务业务由公司控股子公司薪福社提供。

图表 4：用友网络股权结构

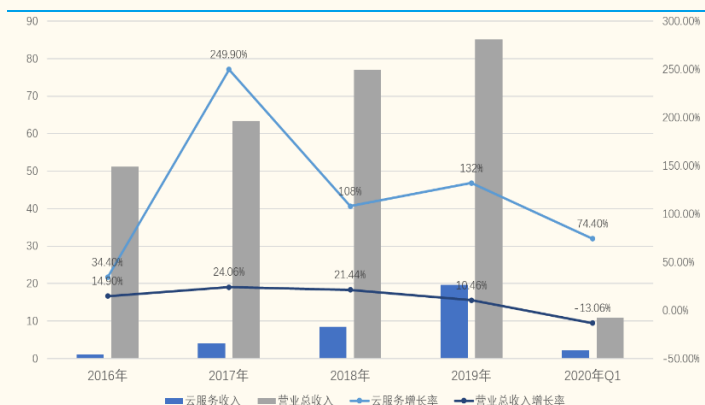


来源：公司官网，公司年报，国金证券研究所

1.4 业绩状况：云业务收入高速增长，整体收入稳健

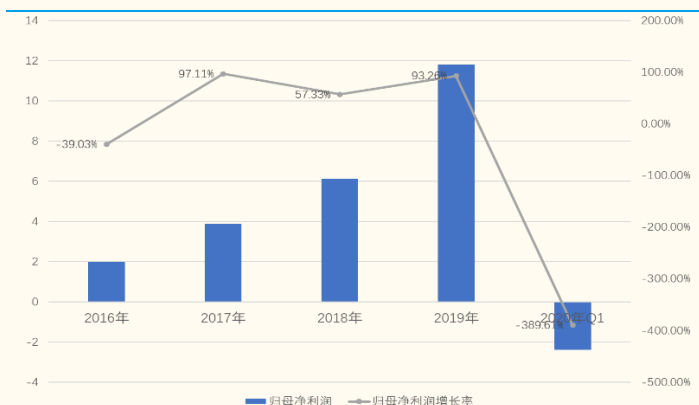
- 自 2016 年，公司正式宣布进入以“企业互联网服务”为主体业务的用友发展 3.0 时期后，云业务收入在 2017-2019 年实现了高速增长，云业务收入三年增长率分别为 249.9%、108%、132%。2016-2019 年，公司营业总收入稳健增长，2019 年公司营业总收入达到 85.1 亿元，同比增长 10.46%。2017-2019 年，公司归母净利润快速增长，三年归母净利润增长率分别为 97.11%、57.33%、93.26%。2020 年 Q1，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司软件业务的项目实施交付、商务洽谈等延迟，小微企业经营困难暂停向公司采购软件，导致营业总收入下降 13.06%，归母净利润下降 389.6%。公司云服务业务可帮助企业客户减低疫情带来的影响，支持企业以在线方式开展经营与管理活动，故云业务继续在 2020Q1 实现了 74.4%的收入高速增长。

图表 5：用友网络 2016-2020Q1 营业总收入及云业务收入变化情况（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

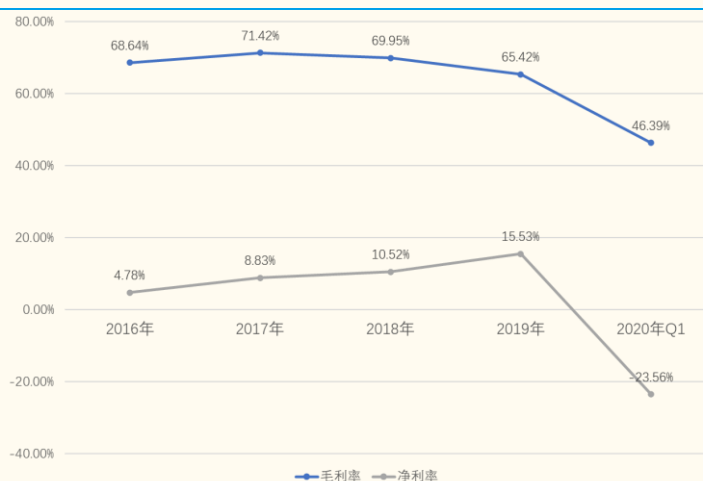
图表 6：用友网络 2016-2020Q1 归母净利润变化情况（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 2016-2019 年公司净利率稳定增长，2020 年 Q1 因受新冠肺炎疫情影响，公司出现亏损；2016-2018 年，公司毛利率在 70%上下浮动，2019 年由于技术服务及培训业务毛利率下滑，导致公司整体毛利率降至 65.4%。受新冠疫情影响，2020Q1 净利率与毛利率分别降至-23.56%、46.39%。

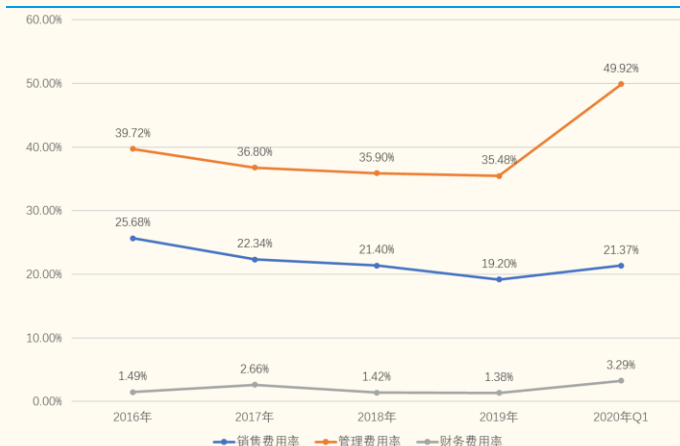
图表 7：用友网络 2016-2020Q1 毛利率净利率变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

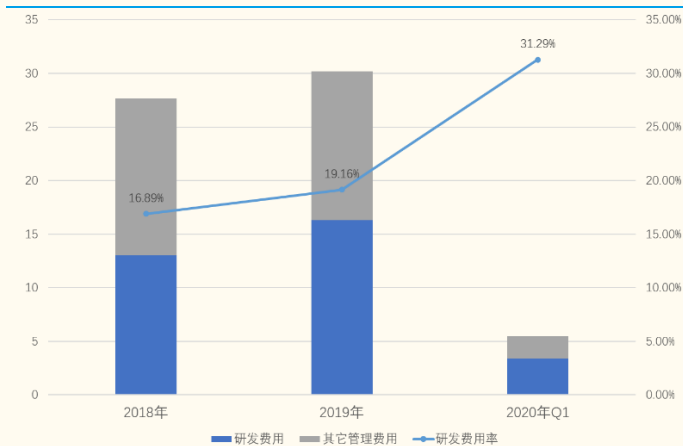
- 2016-2019 年，公司费用管控得当，销售费用率逐年稳定下降，2019 年降至 19.20%；管理费用率亦呈现出平稳下滑的态势，2019 年公司管理费用率为 35.48%；公司近年来持续加大研发投入，研发费用率保持高增长，2019 年研发费用率达到了 19.1%；财务费用整体较为平稳，2019 年公司财务费用率为 1.38%。新冠肺炎疫情期间，因受到疫情影响，公司各项业务推进延迟，收入下滑但费用仍然是刚性支出，因此公司 2020Q1 管理费用率达到了 49.92%，销售费用率升高至 21.37%，财务费用率升高至 3.29%。

图表 8：用友网络 2016-2020Q1 三费率变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：用友网络 2018-2020Q1 研发费用变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

二、企业数智化浪潮下，SaaS 产品优势明显

2.1 企业数智化大势所趋，叠加疫情企业加速上云

- 中国 IT 支出及云服务支出仍显不足，20 年疫情促进云服务逆势增长。2019 年美国国家软件和服务公司协会 (NASSCOM) 报告显示，美国是世界上最大的云市场，其 IT 支出占其 GDP 的 4.7%，其中 11.4% 用于公有云服务；而中国的 IT 支出仅占其 GDP 的 1.4%，其 IT 总支出中只有 2.7% 用于公有云服务。2020 年 5 月 Gartner 预计，2020 年 IT 支出的所有领域都将出现下滑，而由于新冠疫情持续促进，中国云服务支出将逆势增长 19%，成为 2020 年的亮点。

图表 10：中国 IT 支出仍低于全球平均水平

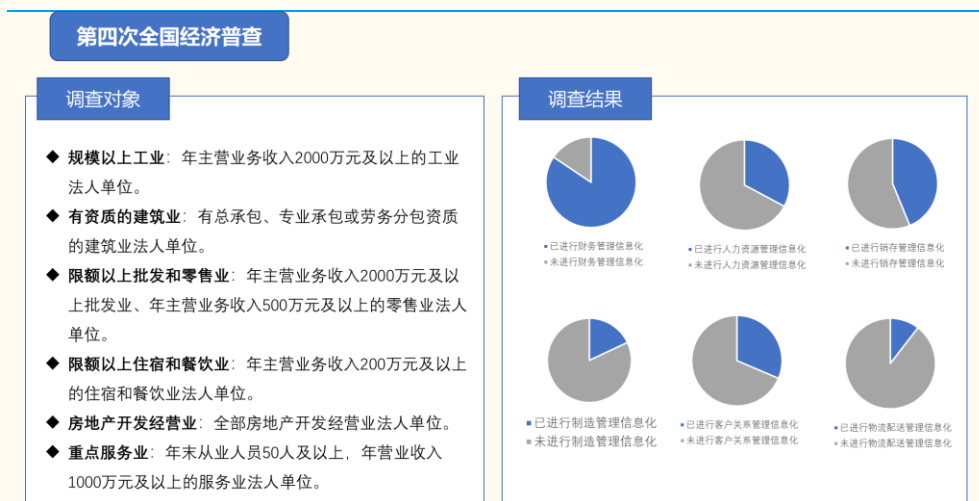
	Total GDP spend USD Bn	Total IT spend USD Bn	IT spend as a % of total GDP spend (2018)	Total IT spend USD Bn	Public Cloud spend as a % of total IT spend (2018)
UK	2,622	137	5.2%	137	11.4%
USA	19,391	911	4.7%	911	11.4%
Canada	1,653	63	3.8%	63	11.3%
Australia	1,323	48	3.6%	48	7.7%
World	80,000	2,362	3.0%	2,362	7.9%
Germany	3,677	103	2.8%	103	6.9%
Brazil	2,056	40	1.9%	40	7.9%
India	2,597	42	1.6%	42	6.0%
China	12,238	172	1.4%	172	2.7%
Russia	1,578	15	1.0%	15	2.9%

来源：NASSCOM，国金证券研究所

- 企业数智化指企业通过引入云计算、大数据、AI 等新一代数字与智能技术，实现企业转型升级的过程，最终实现企业可达到更强的竞争优势和更高的经营绩效。企业数智化可为企业带来业务创新、管理变革、金融嵌入、IT 升级等，并实现增长收入、降低成本、提高效率、改进质量、控制风险等企业运营基本目标。
- 整体来看，我国企业财务管理信息化程度较高，而人力资源管理、生产制造管理、客户关系管理和物流配送管理等方面的信息化程度较低。信息化

是企业整合内外部资源，提高管理效率，提升企业市场竞争力的重要手段。第四次全国经济普查显示，截至 2018 年，我国 98.5 万家规模以上企业中，有 95.1 万家在生产经营过程中应用信息化管理，占被调查企业的 99.5%。从信息化管理的应用看，在企业内部管理上，有 84.4% 的被调查企业实现财务管理信息化，32.8% 的企业实现人力资源管理信息化；在企业生产销售中，43.8% 的被调查企业实现购销存管理信息化，18.0% 的企业实现生产制造管理信息化；在企业经营辅助活动中，31.4% 的被调查企业实现客户关系管理信息化，10.5% 的企业实现物流配送管理信息化。对于企业来讲，信息化所需的自建机房架构复杂、技术要求高、成本高、未来收益不确定性大，故这种情况下，通过上云来实现信息化是一个企业更优的选择。

图表 11：第四次全国经济普查中我国企业信息化总体情况



来源：国家统计局，国金证券研究所

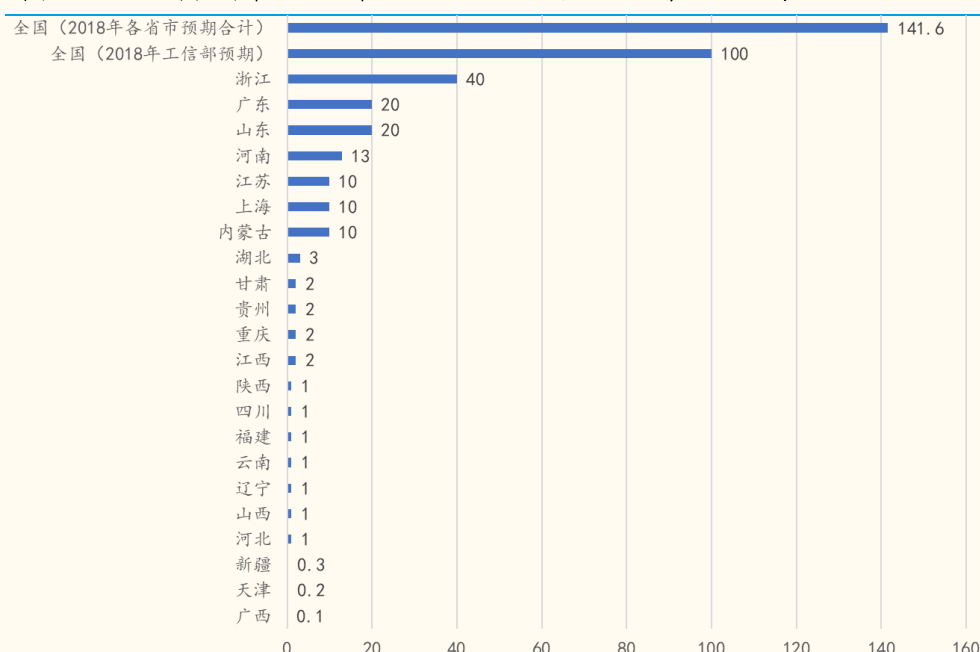
- **各省市出台政策推动企业上云加速。**2018 年 7 月 23 日，工信部印发了《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》的通知，计划 2020 年全国企业上云量达到 100 万。此后，全国 20 余省、部分自治区及部分直辖市纷纷印发《推进企业上云行动计划（2018-2020 年）》，各个省市均详细规划了企业上云的总体目标以及具体的实施方法，其中浙江省计划 2020 年全省上云企业达到 40 万家，为各省市计划完成目标值最高。据不完全统计，全国 22 个省市 2020 年计划完成 141.6 万家企业上云，超工信部原预期 41.6%。

图表 12：全国各省市纷纷印发《推进企业上云行动计划（2018-2020 年）》

日期	相关文件	各省市上云计划
2018 年 12 月 5 日	《上海市推进企业上云行动计划（2018-2020 年）》	到 2020 年，本市构建全面支撑企业研发、生产、流通、运营、管理各项业务的云计算技术服务能力， 新增 10 万家上云企业 ，全面提升企业信息化水平，形成产业发展和企业应用相互促进的互动格局。
2018 年 4 月 20 日	《浙江省深化推进“企业上云”三年行动计划（2018—2020 年）》	到 2020 年， 全省实现上云企业达到 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。工业互联网发展达到国内先进水平，形成“1+N”工业互联网平台体系。
2018 年 6 月 25 日	《福建省加快推动企业“上云上平台”行动计划（2018-2020 年）》	到 2020 年， 全省上云企业超万家 ，培育不少于 10 个工业互联网行业示范平台和 100 家以上工业互联网应用标杆企业，工业 APP 超过 3000 个，形成一批具有较强实力、有效支撑企业“上云上平台”的平台和服务提供商。
2017 年 12 月 19 日	《江苏省加快推进“企业上云”三年行动计划的通知》	到 2020 年底，重点在全省建设 10 个在国内具有一定影响力的工业云平台、50 个省级示范工业云平台； 新增“上云”企业 10 万家 ，创建 200 家五星级、1000 家四星级、5000 家三星级“上云”企业；培育 20 家以上具有国内一流水平的云应用服务商；打造 100 个工业互联网标杆工厂；创建 30 个“互联网+先进制造”特色基地。
2017 年 10 月 20 日	《山东省实行“云服务券”财政补贴助推“企业上云”实施方案（2017-2020 年）》	“企业上云”数量和应用深度大幅增加， 全省上云企业达到 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。
2018 年 3 月 20 日	《广东省深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的实施方案》	到 2020 年，在全国率先建成完善的工业互联网网络基础设施和产业体系。初步建成低时延、高可靠、广覆盖的工业互联网网络基础设施，形成涵盖工业互联网关键核心环节的完整产业链。培育形成 20 家具备较强实力、国内领先的工业互联网平台，200 家技术和模式领先的工业互联网服务商；推动 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， 带动 20 万家企业“上云上平台” ，进一步降低信息化构建成本。初步建立工业互联网安全保障体系。
2018 年 9 月 11 日	《河北省企业上云三年行动计划（2018-2020 年）》	到 2020 年， 实现 10000 家企业上云 ，带动和促进 5 个面向行业的工业互联网平台、20 个面向区域的工业互联网平台和 100 个企业级工业互联网平台建设，吸引一批国内优秀知名的云服务商在河北布局。
2018 年 9 月 1 日	《疆企上云行动计划（2018-2020 年）》	到 2020 年， 将实现 3000 家企业与云资源深度对接 ，打造自治区云应用标杆企业 50 家，行业云平台 20 个，带动万家企业“上云”和万个 APP 应用开发云。

来源：政府官网，国金证券研究所

图表 13：全国各省市 2020 年企业上云总目标一览（单位：万家）



来源：政府官网，国金证券研究所

- 中小型企业上云是 2020 年政府工作重点，也是中小企业企业管理者的关注焦点。新冠肺炎疫情爆发对中国中小型企业冲击巨大。不同于现金流稳健、信息化程度高的大型企业，中小型企业的现金流脆弱、整体抗风险能

力较弱。资源、能力、战略眼光等限制极大程度地削弱了中小企业在此次疫情中的存活能力与长远发展。而数字化转型起步早、数字化程度高的企业受到疫情冲击相对较小，部分在疫情中甚至实现逆势发展。后疫情时代，推进中小型企业上云，即提高中小型企业的管理效率、研发效率、生产效率和服务效率，降低中小型企业的管理成本和生产成本，提升中小型企业的管理水平、创新水平和智能化水平。

- 2020年4月21日，工信部印发《中小企业数字化赋能服务产品及活动推荐目录（第一期）》的通知，征集筛选出8大类、118家服务商的137项服务产品及活动为中小企业上云做参考，其中用友网络精智工业互联网平台和 YouSuite 两款产品上榜。

图表 14：用友网络上榜《中小企业数字化赋能服务产品及活动推荐目录（第一期）》

六、供应链对接类（6家） ^①					
序号 ^②	服务商名称 ^③	产品或活动名称 ^④	主要功能与特色 ^⑤	服务对象 ^⑥	咨询电话 ^⑦
1 ^⑧	用友网络科技股份有限公司 ^⑨	● 用友精智工业互联网平台——采购云 ^⑩ ● YouSuite ^⑪	● 是国内第一家面向大中小企业供应链协同的采购 SaaS + 生态服务的数字化采购服务平台，让企业采购交易更简单。 ^⑫ ● 基于云原生架构，为成长型企业提供“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”融合一体的数字化转型服务。 ^⑬	成长型创新企业 ^⑭	010-86393388 ^⑮
2 ^⑧	中国信息通信研究院 ^⑨	5G 应用仓库平台 ^⑩	主要提供案例展示、需求对接、企业入驻三大功能，促进中小企业发展，破除对接壁垒，方便中小企业用户随时随地开展对接合作，目前已开发电脑端和小程序两种方式。 ^⑫	5G 产业链上下游企业 ^⑭	13581618131 ^⑮
3 ^⑧	北京京东尚科信息技术有限公司 ^⑨	京东人工智能公共服务平台 ^⑩	发挥京东智能供应链优势，帮助中小企业实现数字化、网络化、智能化转型，推动产业智能化发展。 ^⑫	零售、IT 类中小企业 ^⑭	13811928106 ^⑮
4 ^⑧	福建省物联网行业协会 ^⑨	物联网企业对接会 ^⑩	线下组织“专精特新”中小企业、专精特新“小巨人”等优质企业，通过对接会的形式促进数字化赋能标杆中小企业，示范带动数字化网络化智能化转型。 ^⑫	物联网中小企业 ^⑭	0592-5717579 ^⑮
5 ^⑧	青岛医合网络科技有限公司 ^⑨	凯象平台 ^⑩	凯象平台主要提供供应商入驻、采购寻源、线上下单、长名单短名单等解决方案。 ^⑫	供应商和采购商、医疗机构 ^⑭	4006661202 ^⑮
6 ^⑧	国网电商科技有限公司 ^⑨	企业复工复产供需对接平台 ^⑩	支持查寻、发布、回复、匹配供需信息，设有达成合作展示专区，具备“边界高效、安全可靠、协同共赢”等特点。 ^⑫	有供需需求的中小微企业 ^⑭	13752078813 ^⑮

来源：政府官网，国金证券研究所

2.2 SaaS 产品较传统软件产品优势明显，具备极致易用潜能

- 云计算（Cloud Computing）是一种基于互联网的资源交付和使用模式，即厂商或者云服务供应商通过互联网向客户提供动态、易扩展且通常是虚拟化的资源。即需即用、弹性灵活是云计算最突出的优势，云服务消费者可在投入很少的管理工作的情况下，快速获得可用、便捷、按需的网络访问，并进入可配置的计算资源共享池（资源指网络、服务器、存储、应用软件、服务），最后按使用量进行付费。按照美国国家标准，云计算的服务模式有三种：基础设施即服务（Infrastructure as a Service, IaaS）、平台即服务（Platform as a Service, PaaS）、软件即服务（Software as a Service, SaaS）。
- SaaS 是指软件服务提供商为企业搭建信息化所需所有网络基础建设设施及软硬件运作平台的模式。在这种模式下，客户只需向软件服务提供商租用基于 Web 的软件，不需购买软件或硬件、建设相关机房或招聘信息化相关技术人员等，就可完成企业的信息化管理。这种模式具有高度灵活性、高度的可靠性、强大的扩展性，能够大幅降低客户的维护成本和投入，同时这种灵活租赁、按量付费的方式也能够降低客户的运营成本。

图表 15：传统软件产品与 SaaS 产品比较

	传统软件产品	SaaS 产品
是否为多租户模式	否	是
提供模式	产品按照用户需求定制，用户购买产品	用户根据需求自行对产品进行配置，即取即用
适用范围	公司内部计算机软件	无物理空间限制，连入互联网通过浏览器或移动端即可使用
用户资金投入	一次性投入软件、硬件采购费用	按使用量付费
实施过程	几个月或一年以上	数分钟
产品升级	产品升级困难	厂商端直接升级，租户无感知
后期维护	企业聘请专员对服务器、系统、数据、网络等进行监测和维护	租户不需承担维护费用

来源：公开资料，国金证券研究所

- SaaS 架构常用可配置性、多用户高效性、可扩展性三个特点来衡量：
 - 可配置性：指每个客户可通过元数据来配置应用的外观及行为，同时可保证配置的适用简易和零费用的能力；
 - 多用户高效性：指可最大化不同用户间的资源共享，同时可以完成对不同用户数据区分的能力；
 - 可扩展性：指最大限度提高并行性，从而更高效利用应用资源的能力。
- 按照可配置性、多用户高效性、可扩展性三个特点，可建立 SaaS 四级成熟度模型。
 - 成熟度 I：最初级的成熟度模型，即程序提供商（Application Service Provider）模式，每个用户运行一个不同的实例并使用独立的数据库实例与应用服务器实例；
 - 成熟度 II：此级成熟度模型相较最初级成熟度模型增加了可配置性。厂商对不同用户提供相同的实例，但用户可进行灵活地配置自己所需要的实例；
 - 成熟度 III：此级成熟度模型相对成熟度 II 增加了多用户高效性。多个租户共用同一个运行实例，从商业模式上符合了 SaaS 的概念，可发挥 SaaS 应用的规模效应。
 - 成熟度 IV：此级成熟度模型相对成熟度 III 增加了无限扩展性。厂商通过增加中间调度层，在负载均衡的服务器集群上为不同客户提供服务。在这种模型下，租户可无限增加、硬件设备也可无限增加。

图表 16：SaaS 四级成熟度模型的比较

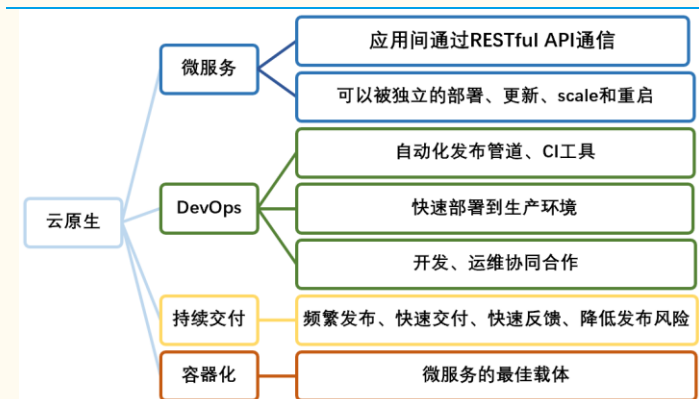
	可配置性	多用户高效性	无限扩展性
成熟度 I	×	×	×
成熟度 II	√	×	×
成熟度 III	√	√	×
成熟度 IV	√	√	√

来源：简书，国金证券研究所

- 云原生技术可消除组织架构协作壁垒，缩短实施周期
 - 云原生（Cloud Native）是一种构建、运行应用程序的方法，是一套技术体系和方法论。Cloud 表示应用程序位于云中，而不是传统的数据中心；Native 表示应用程序从设计之初即考虑到云的环境，原生即为在云中运行而设计，以便在云上以最佳状态运行，从而充分利用和发挥云平台的弹性+分布式优势。
 - 云原生相对于传统 IT 架构优势主要体现在微服务架构和容器技术上。云原生包含四大要素即微服务、DevOps、持续交付和容器化等，是云技术和企业管理方法的结合。高聚合，松耦合的微服务架构，对每个服务模块的高度聚合抽象和模块之间的松耦合，使得软件升级、扩展

和频繁更新不会对用户产生影响。**容器技术**，则将微服务及其所需的所有配置、依赖关系和环境变量打包成容器镜像，可轻松移植到全新的服务器节点上，而无需重新配置环境，能够有效解决跨云环境一致性问题，缩短应用交付周期，消除组织架构协作壁垒。此外，**DevOps** 技术在开发和运维之间实现协同。云原生技术使得软件可轻松部署于公有云、私有云和混合云的不同环境中。

图表 17：云原生的四大基本要素



来源：Pivotal 官网，国金证券研究所

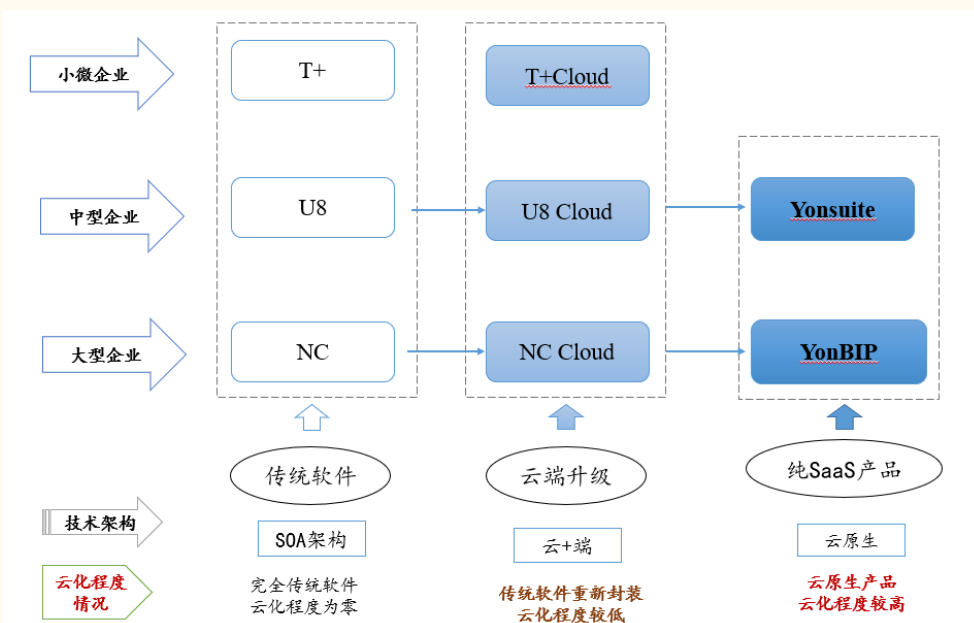
图表 18：云原生与传统部署方式的区别

	本地部署的传统应用	云原生应用
编程语言	往往采用C/C++、企业级Java编写	用以网络为中心的Go、Node.js等新兴语言编写
更新	可能需要停机更新	应该始终是最新的，需要支持频繁变更，持续交付，蓝绿部署
扩展性	无法动态扩展，往往需要冗余资源以抵抗流量高峰	利用云的弹性自动伸缩，通过共享降本增效
依赖性	对网络资源，比如IP、端口等有依赖，甚至是硬编码，依赖系统环境	对网络和存储都没有限制，不会硬连接到任何系统环境，而是依赖抽象的基础架构，从而获得良好移植性
运维	通常人肉部署手工运维	自动化
架构	有些是单体应用，或者强依赖	纵向划分服务，模块化更合理

来源：简书，国金证券研究所

- 用友 SaaS 产品发展路径：NC 到 NCC 到 YonBIP（大型企业），U8 到 U8C 到 Yonsuite（中型企业）

图表 19：用友云产品发展路径



来源：公司官网，国金证券研究所

- 大型企业云产品：从 NC 到 NCC 到 YonBIP

- 用友 NC 系列产品是面向集团等大型企业的解决方案与专业服务。用友自 1997 年推出第一代 NC 产品 NC V1.0，到 2000 年升级为 NC 第二代逐步包括 HR、供应链等，形成集团企业完整的全面 ERP 解决方案；至 2011 年 11 月推出 NC 第三代产品 NC6 至今，NC 系列产品从 ERP 升级为集团管理信息化平台。NC 聚焦企业的核心业务，其包括：财务与共享服务、人力资源管理、数字营销与 O2O、智能制造、商业分析业务等，帮助企业实现管理转型升级。

- **从 NC 到 NC Cloud 软件产品云化初探。**2016 年，用友开启 3.0 战略，进入以用友云为核心，云服务、软件、金融服务融合发展的新时期。针对大型企业上云需求，用友在原有集团管理信息化平台 NC 基础上进行封装升级为 NC Cloud。NC Cloud，全面应用最新混合云技术架构，支持私有云、公有云、专属云的灵活部署模式，其内容包括十八大企业数字化创新产品，并提供覆盖十四大行业的最佳实践解决方案。但由于其底层技术采用传统的云+端架构，其云化程度较低，SaaS 化程度相对较低。
- **用友商业创新平台 YonBIP，完全基于云原生技术。**2020 年 8 月，用友发布了面向成长型、大型企业及巨型企业的 YonBIP 用友商业创新平台。YonBIP 采用云原生、微服务、中台化、数用分离等全新的架构，构建包括技术平台、业务中台、数据中台、智能中台的 PaaS 平台 iUap，聚集包含营销云、采购云、制造云、供应链云、金融云、财务云、人力云、协同在内的 8 个 SaaS 领域云，为企业提供微服务应用群。PaaS+SaaS 一体化降低了企业 IT 的部署、应用和运行成本，使商业创新变得简单便捷、大众化、社会化，平台上的用户可以随需、随时、随地开展商业创新。YonBIP 的发布，标志着用友 3.0 战略实施进入第二个阶段，云服务从产品服务模式升维到平台服务模式。同时，YonBIP 也是用友 3.0 战略阶段的核心产品和服务。

图表 20：用友商业创新平台 YonBIP 总体服务架构



来源：用友网络商业创新大会 2020，国金证券研究所

■ 中型企业云产品：从 U8 到 U8 Cloud 到 Yonsuite

- **U8 产品历时二十多年专业服务中型企业。**U8 产品线与 NC 产品线均是用友 2.0 时代的拳头产品。用友自 1998 年发布 U8 V8.0 之后，历时 20 多年更新了十余个版本。U8 产品线主要满足中型企业的管理需求。其与 NC 产品共同保证了用友在国内 ERP 市场连续多年获得市场占有率第一名，成就了用友在国内软件市场的龙头地位。
- **U8 Cloud 为用友 3.0 时代推出的第一款云 ERP 产品。**U8 Cloud 于 2017 年发布，是用友 3.0 开始首次发布的第一款云 ERP 产品，其主要面向需要云 ERP 企业管理软件的创新型、成长型企业。U8 Cloud 采用云+端架构，支持公有云、混合云、专属云的部署，融合了交易、服务、管理于一体的整体解决方案。U8 cloud 是公司新一代的云 ERP 产品，通过云模式、低成本、快速部署、即租即用帮助企业免除硬件投入并快速搭建企业管理架构。
- **用友 YonSuite 已达到 SaaS 成熟度 IV，具备标准化、可配置、多用户高性能、可无限扩展系统能力等特点，对客户来说极致易用，对公司来说可以实现规模效应。**YonSuite 基于云原生架构，为企业提供“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”融合一体的云服务。除上述 SaaS 产品的优势以外，用友 YonSuite 还具备高安全、全球化和生态化三个特点。从安全性来看，用友 YonSuite 已获得云计算架构安

全认证 CSA、可信云、DJBH、27001 等全球顶级认证；从全球化来看，企业跨国经营无需基础设施二次投资，服务随客户跨地、跨国经营自动扩展；从生态化来看，用友 YonSuite 原生开发、嵌入开发、集成开发多种生态覆盖，为企业提供开放、融合、互惠的产业资源链接在线的伙伴服务、数据服务、社会服务、金融服务。

图表 21：用友 YonSuite 产品特点

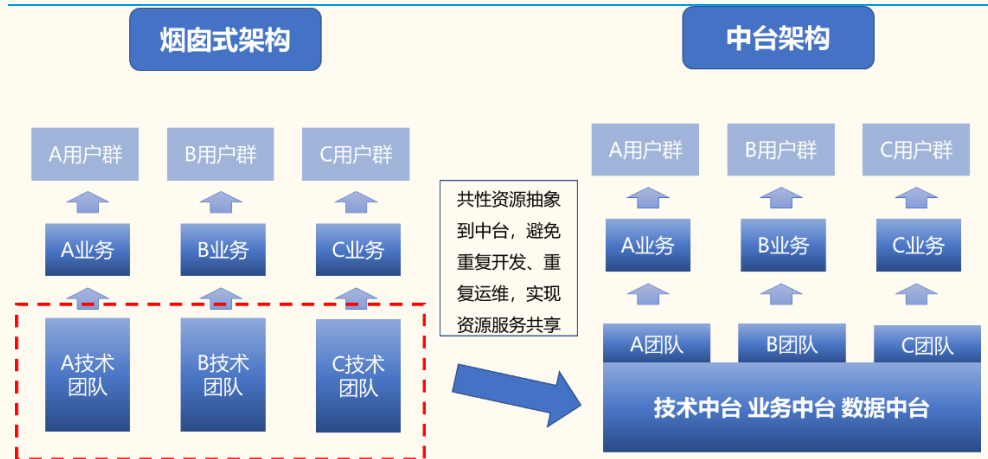


来源：公司官网，国金证券研究所

2.3 云 ERP 热潮兴起，用友从 iuap 到 YonBuild 打造坚实 PaaS 根基

- 企业资源计划（Enterprise resource planning，缩写 ERP）系统是一个大型模块化、集成性的流程导向系统，集成企业内部财务会计、制造、进销存等信息流，快速为企业管理层提供决策信息。1990 年美国著名咨询公司 Gartner 的研究报告《ERP：下一代 mrp II》，第一次提出了 ERP 的概念。ERP 是目前被广泛认可和应用的管理体系，已经发展成为企业现代化建设与发展的标志。
- 传统 ERP 应用缺陷明显：成本高、安装周期长、运维要求高、升级困难。从传统 ERP 升级的角度来看，一般情况下，由于企业业务结构复杂、ERP 设计复杂和实施周期长，完成一次系统实施后通常会过若干年才会做新的系统升级，这使得企业正在使用的 ERP 系统往往会落后于市场的新技术。在企业发展中，企业内部会形成不同的 ERP 子系统，并且这些子系统可能会由不同 ERP 供应商提供，则后续升级过程中企业需要考虑数据、数据库、应用、业务流程及存储的迁移处理，以及一些软件和基础设计架构的处理，整体升级的复杂度非常高。这也就为企业带来了上云的必要性：将现有 ERP 架构部分迁移至云平台，一是能维持当前的系统运行不受影响，二是使现有 ERP 系统享受云平台的优势，三是可使企业各业务模块实现连接、协同和共享，解决传统 ERP 系统中存在的数据孤岛问题。
- 云 ERP 为企业落地中台战略，具备先天优势。自 2015 年起，阿里巴巴、滴滴、京东等公司相继启动中台战略，以实现企业业务、数据及技术资源的服务共享。传统企业一般采用动机简单的烟囱式系统，即每个业务线之间由不同的开发团队独立建设、独立运维，而这些业务线的功能往往具有一定的重复性，如阿里的淘宝业务和天猫业务基础都是电商交易，滴滴的快车、专车和代驾等业务本质都是出行。企业对相同本质的不同业务采用独立团队运营的模式，实质上是一种重复开发、重复运维、重复投资，而中台战略即是将其共性的资源抽象到中台，使不同前台共享中台的资源服务。ERP 产品的使用，从本质上来讲，是富有前沿信息管理知识和经验的厂商对企业进行管理创新和改革的过程；而云产品本质上是一种整合资源（虚拟化）的业务模式，故云 ERP 在中台战略的企业实施上具备先天优势。

图表 22：从烟囱式架构向中台架构转型



来源：简书，国金证券研究所

- 用友云平台(iuap)基于中台战略构建，定位于数字化商业基础设施平台，是用友云的基石。用友 iuap 由核心价值 3+2 支撑，3 指三大中台，即技术中台、数据中台和业务中台，2 指混合云服务和生态服务。
- 技术中台是实现云原生架构的核心部分，包括云开发平台、自动化测试、容器云平台、服务治理平台、DevOps、分布式中间件、区块链、AI、IoT、专属云安装器等，为客户提供微架构服务、多端化开发平台、智能数据服务、可复用应用服务、连接融合服务和数据化运营支撑等应用服务。技术中台为用友云发展及企业数字化转型提供了基础的技术支撑能力。
- 数据中台，即数据服务平台(Data Platform as a Service, 缩写 DaaS)，基于开源架构的大数据存储和计算平台，提供离线实时计算、数据仓库管理等基础平台服务，基于企业业务特点的统一搜索和数据分析平台等数据应用服务，为企业提供一站式的数据处理和分析产品。
- 业务中台，又称业务平台即服务(Business Platform as a Service, 缩写 bPaaS)。用友提供的是一个全域业务中台，既包含平台提供的基础业务域能力，也包含大量领域、行业团队构建的业务能力。bPaaS 包括公司在企业多年云服务中沉淀出的一系列规范、工具、框架、组件和最佳实践，是公司最有竞争力、最有价值的一部分。
- 混合云服务，又称集成平台即服务(Integration Platform as a Service, 缩写 iPaaS)。iPaaS 支持前端浏览器与软件入口集成，支持业务入口、流程、服务、数据等各个业务层面的集成应用，预置开箱即用的应用适配器，能够方便地与第三方产品进行快速集成，全部产品架构统一，预制提供一体化方案，全阶段可视化工具支持开发、监控、维护均在统一平台完成。
- 生态服务平台跨越传统思维框架，将平台定位为服务“多边”群体，连接起各群体之间的跨边网络效应，并增强同边群体间的赋能共建效应，以融合开放的形态为云平台筑“台”。截止 2020 年 4 月 30 日，用友云市场入驻伙伴突破 5600 家，入驻产品及服务突破 8700 个，合作伙伴数量稳步增长。

图表 23：用友云平台核心价值 3+2

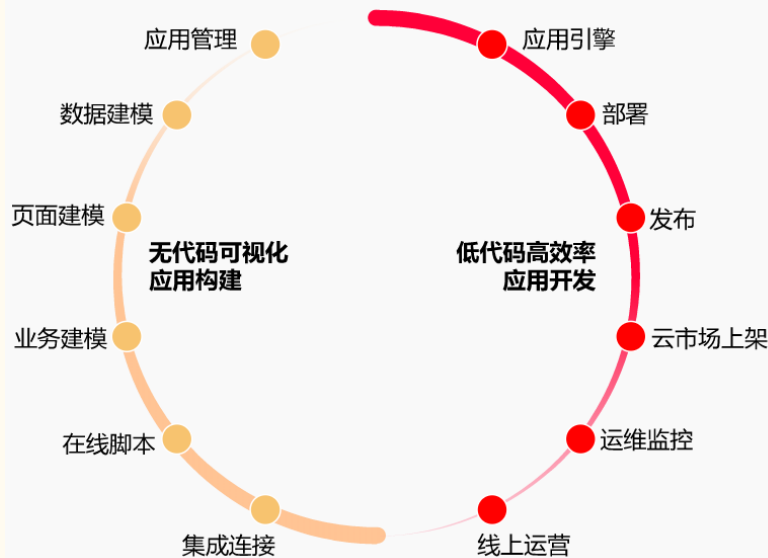


来源：公司官网，国金证券研究所

- 用友 iuap 作为中国自主研发的企业互联网开放平台入选重大工程项目，获得了 2016 年国家发改委“互联网+”重大工程项目支持。此后用友 iuap 获得了业界众多荣誉：包括 2017 年赛迪顾问“中国企业互联网市场占有率第一”“中国年度优秀云计算平台”、2017 年云计算开源产业联盟“企业级 SaaS 服务奖”等。
- **YonBuilder 推动平台公云化，为企业提供全流程、一站式线上研发部署**
 - **YonBuilder 是用友低代码/零代码开发平台，是用友商业创新平台 (YonBIP)的重要组成部分，主要用于推动平台公云化。**传统代码开发模式成本高昂，开发速度落后于用户的需求速度，且灵活性、敏捷性差。低代码开发通过在可视化配置界面进行简单的拖拽，实现产品输出，产品可跨平台，多终端，实现无缝切换。用友低代码开发平台 YonBuilder 融合了容器、微服务、服务网格、Serverless 为代表的云原生技术，极大提高了产品交付效率，帮助企业节省大量人力及时间成本。YonBuilder 基于云原生技术，既支持普通开发者无代码可视化构建 APP、小程序、H5 等应用，也支持专业开发者低代码高效率开发各类大型应用，解决企业“程序员不懂业务，业务人员不懂编程”等常见问题，让更多的业务人员参与到 SaaS 开发的过程中，实现 SaaS 行业的跨越式发展。

图表 24：用友云 YonBuilder 云平台特点

全流程、一站式线上研发部署，实时四驱架构：“事件驱动、模型驱动、场景驱动、数据驱动”。



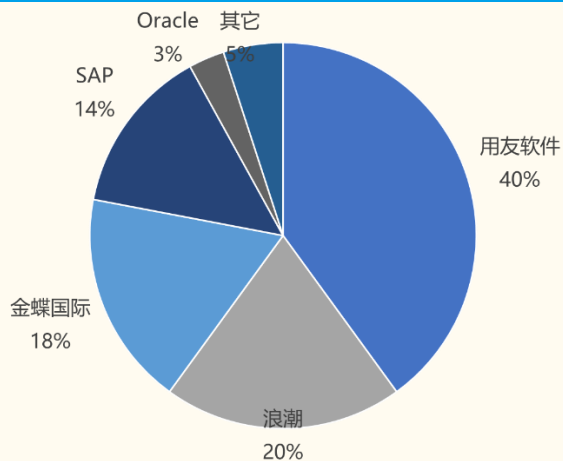
来源：公司官网，国金证券研究所

三、国产化趋势带来发展新机遇

3.1 高端产品存量市场广阔，大型企业 IT 国产化市场继续开拓

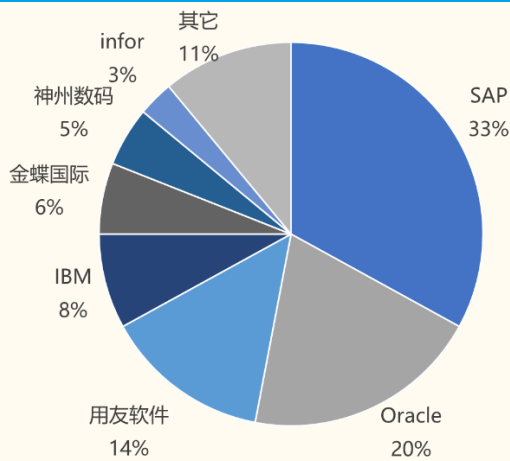
- 高端 ERP 市场依旧由国外厂商主导，存量市场大。用友在中国整体 ERP 软件市场中市占率达到 40%，名列第一，但在中国高端 ERP 市场中的市占率仅为 14%，相较于 SAP 市占率 33% 和 Oracle 市占率 20% 仍显弱势。SAP 和 Oracle 分别于 1995 年和 1989 年进入中国市场，在国产 ERP 厂商羽翼尚未丰满时抢占了市场先机，填补了当时国内大企业对 ERP 系统的需求。伴随着国产化政策的推进和国产 ERP 软件的不成熟，国内 ERP 高端市场替代前景广阔。

图表 25：中国整体 ERP 软件市场竞争格局分析



来源：前瞻研究院，国金证券研究所

图表 26：中国高端 ERP 软件市场竞争格局分析



来源：前瞻研究院，国金证券研究所

图表 27：政策深化 IT 国产化

时间	内容
2013 年 11 月	国家安全委员会成立，习近平任主席
2014 年 2 月	中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平任组长并提出没有网络安全就没有国家安全
2014 年 5 月	中央国家采购中心要求政府机关所有计算机类产品不允许安装 Win8 操作系统
2015 年 3 月	政府采购名单调整，国外科技品牌数量下降 1/3，删除了苹果、McAfee、思科等外国企业品牌，同时增加了上千国产品牌
2016 年 7 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《国家信息化发展战略纲要》，要求以信息化驱动现代化，加快建设网络强国，根本改变核心关键技术受制于人的局面
2017 年 5 月	《网络产品和服务安全审查办法》要求党政部门级重点行业优先采购已经通过审查的产品
2017 年 7 月	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》发布、《关于开展 2017 年电信和互联网行业网络安全试点示范工作的通知》发布
2018 年 2 月	《2018 年教育信息化和网络安全工作要点》发布
2018 年 3 月	《2018 年农业部网络安全与信息化工作要点》发布
2018 年 5 月	人民日报提出军地各级应成立网络安全组织领导机构、《信息安全技术个人信息安全规范》正式实施
2019 年 5 月	等级保护 2.0 (GB/T 22239-2019《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》) 正式发布，等级保护对象由原来的信息系统调整为 基础信息网络、信息系统（含采用移动互联技术的系统）、云计算平台/系统、大数据应用/平台/资源、物联网和工业控制系统等。

来源：政府官网，人民日报，国金证券研究所

3.2 携手华为鲲鹏与自主可控服务联盟，打造国产化解决方案

- 用友与华为展开合作，深度融合发展。2012 年用友开始与华为进行合作，合作主要聚焦在大型企业私有云建设方面。2018 年 4 月，华为与用友签订战略合作协议，共享共拓企业服务市场。2019 年，华为展开鲲鹏伙伴计划，用友成为“鲲鹏凌云伙伴计划”首批企业应用战略合作伙伴。华为与用友在企业云服务业务上高度的互补性：用友在企业云服务平台、软件服务、数据服务、业务服务等领域的建设能力，可以使华为的云计算平台、数据库、操作系统、芯片在更广泛的方案和场景中得到应用；借力华为鲲鹏国产硬件生态，用友能将企业云服务延伸到亟需国产化数字化转型的政府单位和企业。在 2019 华为全联接大会上，用友成为唯一一家获得“华为云生态合作最佳实践伙伴”、“鲲鹏生态合作最佳实践伙伴”双项殊荣的华为云战略级合作伙伴。
- 用友和华为鲲鹏从产品研发阶段就开始考虑产品适配，期望共同为企业客户打造出性能、稳定性和可靠性更强的联合解决方案。截至 2020 年 4 月，用友已经完成了 NC Cloud、A++等产品与华为 GaussDB 数据库、华为云鲲鹏云服务产品的适配工作，其中，用友 NC Cloud 通过了基于鲲鹏处理器的 OceanStor V5 存储融合认证、TaiShan 服务器认证、GaussDB 数据库认证，并完成了华为云鲲鹏云服务兼容性测试。

图表 28：用友与华为双方代表签署战略合作协议



来源：华为官网，国金证券研究所

- **企业数字化自主可控服务联盟，助力用友进一步拓展自主可控市场。**2019年，用友发布了以“融合”为核心的用友企业云服务新生态战略，并宣布与中国软协、中国电科普华、人大金仓、龙芯中科、上海兆芯、中创软件、360、大唐高鸿、安全派、霆智科技、海誉科技等国产厂商共同发起成立企业数字化自主可控服务联盟。企业数字化自主可控服务联盟成员覆盖底层国产芯片与服务器厂商、国产通信技术厂商、国产操作系统厂商、国产数据库与数据服务厂商、国产安全服务厂商等，有利于用友产品进一步完成国产适配，进一步拓展自主可控市场。

图表 29：企业数字化自主可控服务联盟



来源：中国日报网，国金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测假设及其必要的解释：

公司主要业务包括软件业务、云业务（不含金融类云服务业务）和金融服务业务三部分。各部分业务收入假设如下：

软件业务：软件业务即公司传统软件业务，涵盖面向大型企业、中型企业、小微企业、行业和领域的 ERP 套件、软件包业务、解决方案、技术和应用平台和专业服务等业务。为了顺应技术的发展和企业数智化的需要，公司在未来发展中将加快此类软件业务的云化，逐步将其收入转化为云业务收入，故预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为-6.2%，-7.1%，-5.0%。

云业务：云业务是用友 3.0 战略新时期公司的核心业务。公司将持续进行云服务、软件、金融服务融合发展，通过构建和运营全球领先的企业云服务平台，为企业客户与公共组织提供云平台服务、企业应用服务、行业云、云解决方案等云服务。随着政府政策的持续推进和企业上云需求的增加，云服务业务收入在未来几年将持续高速增长，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 86%，52%，51%。

金融服务业务：金融服务业务主要包括面向企业的支付服务业务和互联网投融资信息服务业务。企业支付业务为企业客户提供包括聚合支付、POS 收单、网银支付、快捷支付、扫码支付、代收/代付、鉴权等多种方便、快捷与低成本的支付服务，预计未来几年将持续保持高速增长；互联网投融资信息服务业务将继续按照金融监管部门的指引与要求转型升级服务业务及经营模式，预计未来几年将继续呈现营业收入下降的态势。预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为-1.9%，5%，5%。

其他业务：其他业务包括互联网保险经纪业务、社会化用工服务业务、教育业务和公司财政管理与政府财务管理业务等业务。未来几年此业务将保持稳中有升的态势，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 3.85%，3.70%，5.36%。

图表 30：公司分业务营收预测

单位：亿元	2020E	2021E	2022E
软件业务	48.73	45.27	43.01
YoY	-6.20%	-7.10%	-5.00%
云业务	36.65	55.70	84.11
YoY	86.00%	52.00%	51.00%
金融服务业务	12.68	13.31	13.98
YoY	-1.90%	5.00%	5.00%
其他业务	0.54	0.56	0.59
YoY	3.85%	3.70%	5.36%
合计	98.59	114.84	141.68
YoY	15.86%	16.48%	23.37%

来源：Wind，国金证券研究所

毛利率假设：

软件业务：公司深耕软件业务多年，产品技术成熟、业务体系完备，预计 20-22 年该业务毛利率分别为 65.83%，65.38%，65.50%

云业务：随着公司在云服务市场的不断开拓，公司需要继续扩大数据中心的规模，对底层软硬件进一步投资，预计 20-22 年该业务毛利率分别为 57.45%，61.40%，61.97%。

金融服务业务：从行业平均水平来看，企业支付服务业务和互联网投融资信息服务业务整体毛利率较高。预计 20-22 年该业务毛利率分别为 68.39%，67.34%，63.98%。

其他业务：根据公司历年年报数据，预计 20-22 年其他业务毛利率分别为 16.67%，21.43%，30.51%。

图表 31：公司分业务毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
软件业务	71.16%	67.41%	65.83%	65.38%	65.50%
云业务	57.10%	55.48%	57.45%	61.40%	61.97%
金融服务业务	73.30%	72.47%	68.39%	67.34%	63.98%
其他业务	20.52%	21.15%	16.67%	21.43%	30.51%
综合毛利率	69.95%	65.42%	62.35%	63.01%	62.75%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率假设：

按照公司规划，公司将持续推进软件业务、云服务业务和金融服务的融合，研

发费用支出将较为稳定，但公司管理模式、销售渠道等已经成熟，相关管理费用和销售费用将下降。随着公司收入稳定增长，预计整体费用率将呈现出逐渐下降的态势。

综上，由于受疫情影响，公司经营受到影响，同时公司连续发布了多款新的云产品，新产品需要一定周期才可以达到成熟，因此我们对此前给予公司的业绩预测进行调整。预计 20-22 年营收分别为 98.59、114.84、141.68 亿元，归母净利润分别为 11.86、13.78、17.76 亿元（上调 7.8%、下调 8.1%、18.0%），同比增速为 0.25%、16.17%、28.90%。

4.2 投资建议及估值

我们采用分部估值法对公司进行估值。

首先，云服务业务，鉴于公司云业务成熟的较高，公司全面推广 SaaS 订阅模式，我们采用 PS 估值法，给予 15 倍 PS。预计 22 年云业务实现营收 84.11 亿元，则对应 22 年云业务估值 1261.65 亿元。

其次，传统软件业务，预计 22 年公司软件业务实现营收 43.01 亿元，按照软件行业平均净利润率 25% 计算，则预计 22 年公司软件业务净利润为 10.75 亿元。选取各软件业务细分领域龙头恒生电子、石基信息、长亮科技和超图软件作为对标，给予公司软件业务 22 年 25 倍 PE，则公司软件业务 21 年贡献 268.81 亿元估值。

最后，金融业务，公司有意收缩金融业务，预计金融业务将趋于缓慢增长状态，预计 22 年公司金融业务将实现收入 13.98 亿元，给予金融业务 6 倍 PS，则金融业务贡献市值 83.88 亿元。

综上，给予公司 22 年目标市值 1614.34 亿元，对应目标价 49.69 元，维持“买入”评级

图表 32：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600570	恒生电子	104.43	1.26	1.58	1.97	82.57	65.99	52.91
002153	石基信息	34.52	0.35	0.48	0.55	98.06	71.9	62.29
300348	长亮科技	21.55	0.31	0.42	0.55	68.72	51.67	38.86
300036	超图软件	58.47	0.63	0.82	1.05	40.09	30.82	24.09
平均值						72.36	55.10	44.54

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **企业上云政策落地不及预期。**我国企业数字化转型处于早期阶段，目前中大型企业转型进度较为领先的多数为世界五百强公司在华分支机构，国内金融、政府等多个行业上云进度相对落后，可能影响公司云服务业务发展速度。
- **市场竞争加剧。**公司软件业务、云服务均面临一定的市场竞争，其中云服务属于市场早期，竞争较为激烈，随着相关行业不断发展，预计会有更多竞争者加入，若出现更有竞争力的竞争者或盲目采取低价策略的无序竞争者等情况，将会对公司经营产生不利影响
- **疫情影响经济下行风险。**受新冠肺炎影响，对经济将产生较为严重的负面影响，各行业企业为维持正常经营，会减少开支，上云进度也将随之放缓。
- **限制性股票解禁风险。**2020 年 7 月 24 日，公司于 2017 年授予的股权激励方案中的第三期限限制性股票 11,145,948 股已符合解锁条件。超 1000 万股的解禁可能会对公司股价造成一定冲击。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,344	7,703	8,510	9,859	11,484	14,168
增长率		21.4%	10.5%	15.9%	16.5%	23.4%
主营业务成本	-1,812	-2,315	-2,942	-3,679	-4,208	-5,245
%销售收入	28.6%	30.0%	34.6%	37.3%	36.6%	37.0%
毛利	4,531	5,389	5,567	6,180	7,276	8,924
%销售收入	71.4%	70.0%	65.4%	62.7%	63.4%	63.0%
营业税金及附加	-95	-110	-113	-136	-162	-193
%销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-1,417	-1,649	-1,634	-1,804	-2,090	-2,494
%销售收入	22.3%	21.4%	19.2%	18.3%	18.2%	17.6%
管理费用	-2,334	-1,465	-1,389	-1,558	-1,757	-2,069
%销售收入	36.8%	19.0%	16.3%	15.8%	15.3%	14.6%
研发费用	0	-1,301	-1,630	-1,932	-2,354	-2,876
%销售收入	0.0%	16.9%	19.2%	19.6%	20.5%	20.3%
息税前利润 (EBIT)	685	864	802	750	913	1,293
%销售收入	10.8%	11.2%	9.4%	7.6%	7.9%	9.1%
财务费用	-169	-110	-118	-122	-120	-112
%销售收入	2.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-299	-294	36	-1	9	22
公允价值变动收益	0	0	235	0	0	0
投资收益	72	101	287	300	320	350
%税前利润	10.4%	10.6%	20.5%	22.8%	21.1%	18.1%
营业利润	676	943	1,405	1,310	1,508	1,930
营业利润率	10.7%	12.2%	16.5%	13.3%	13.1%	13.6%
营业外收支	10	7	-1	3	5	8
税前利润	686	950	1,404	1,313	1,513	1,938
利润率	10.8%	12.3%	16.5%	13.3%	13.2%	13.7%
所得税	-126	-140	-83	-72	-76	-97
所得税率	18.3%	14.7%	5.9%	5.5%	5.0%	5.0%
净利润	560	810	1,321	1,241	1,438	1,841
少数股东损益	171	198	138	55	60	65
归属于母公司的净利润	389	612	1,183	1,186	1,378	1,776
净利率	6.1%	7.9%	13.9%	12.0%	12.0%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	560	810	1,321	1,241	1,438	1,841
少数股东损益	171	198	138	55	60	65
非现金支出	512	541	298	230	240	248
非经营收益	148	5	-408	-129	-140	-178
营运资金变动	210	686	113	-59	590	832
经营活动现金净流	1,430	2,043	1,325	1,283	2,127	2,743
资本开支	-449	-483	-296	-299	-287	-315
投资	-2,397	486	-170	-50	-60	-60
其他	105	149	283	300	320	350
投资活动现金净流	-2,740	152	-183	-49	-27	-25
股权募资	176	232	167	10	100	100
债权募资	1,219	-462	909	-2,382	-1,066	-719
其他	-830	-531	-1,237	-191	-195	-192
筹资活动现金净流	566	-760	-162	-2,563	-1,161	-811
现金净流量	-744	1,434	980	-1,329	939	1,906

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,022	5,531	7,147	5,819	6,758	8,665
应收账款	1,860	1,899	1,824	2,118	2,337	2,751
存货	32	22	23	26	26	30
其他流动资产	1,366	889	1,174	1,163	1,176	1,188
流动资产	7,279	8,340	10,168	9,127	10,297	12,633
%总资产	51.9%	54.8%	58.0%	54.9%	57.5%	62.0%
长期投资	2,406	2,380	2,877	2,927	2,987	3,047
固定资产	2,420	2,519	2,510	2,522	2,529	2,531
%总资产	17.2%	16.6%	14.3%	15.2%	14.1%	12.4%
无形资产	1,838	1,868	1,779	1,830	1,866	1,918
非流动资产	6,755	6,881	7,370	7,508	7,622	7,746
%总资产	48.1%	45.2%	42.0%	45.1%	42.5%	38.0%
资产总计	14,034	15,221	17,538	16,635	17,919	20,379
短期借款	3,641	3,314	4,326	1,907	826	90
应付款项	1,953	2,376	3,198	3,188	3,762	4,586
其他流动负债	1,331	1,658	1,589	1,827	2,065	2,480
流动负债	6,925	7,348	9,112	6,922	6,653	7,156
长期贷款	305	172	45	55	67	80
其他长期负债	63	49	87	113	117	120
负债	7,293	7,569	9,244	7,090	6,837	7,356
普通股股东权益	5,849	6,571	7,173	8,368	9,846	11,722
其中：股本	1,464	1,918	2,504	2,504	2,504	2,504
未分配利润	1,495	1,786	2,395	3,580	4,958	6,734
少数股东权益	892	1,081	1,122	1,177	1,237	1,302
负债股东权益合计	14,034	15,221	17,538	16,635	17,919	20,379

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.266	0.319	0.472	0.365	0.424	0.547
每股净资产	3.995	3.430	2.865	2.576	3.031	3.608
每股经营现金净流	0.977	1.066	0.529	0.512	0.850	1.095
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.65%	9.32%	16.49%	14.17%	13.99%	15.15%
总资产收益率	2.77%	4.02%	6.75%	7.13%	7.69%	8.71%
投入资本收益率	5.22%	6.60%	5.95%	6.15%	7.23%	9.29%
增长率						
主营业务收入增长率	24.06%	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
EBIT增长率	636.84%	26.13%	-7.18%	-6.50%	21.75%	41.59%
净利润增长率	97.11%	57.33%	93.26%	0.25%	16.17%	28.90%
总资产增长率	15.46%	8.46%	15.23%	-5.15%	7.72%	13.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.3	68.3	56.3	50.0	46.0	43.0
存货周转天数	6.7	4.2	2.8	2.5	2.2	2.0
应付账款周转天数	89.5	71.6	65.3	65.0	63.5	66.0
固定资产周转天数	120.7	98.2	107.6	91.9	77.8	62.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.13%	-26.73%	-36.15%	-42.72%	-54.92%	-66.92%
EBIT利息保障倍数	4.1	7.9	6.8	6.1	7.6	11.5
资产负债率	51.97%	49.73%	52.71%	42.62%	38.15%	36.09%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-02	买入	22.83	31.54~31.54
2	2019-08-19	买入	31.20	N/A
3	2019-10-31	买入	29.50	N/A
4	2020-03-30	买入	42.00	49.12~49.12

来源：国金证券研究所

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