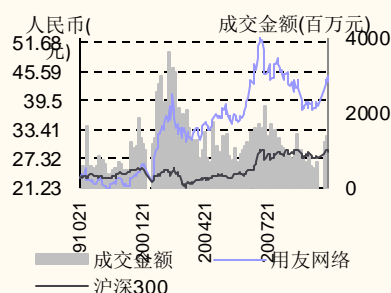


用友网络 (600588.SH) 买入 (维持评级)
公司研究

市场价格 (人民币): 42.08 元
目标价格 (人民币): 62.23-62.23 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 32.70
已上市流通 A 股(亿股) 32.50
总市值(亿元) 1,419.92
年内股价最高最低(元) 44.55/37.63
沪深 300 指数 4792
上证指数 3336


相关报告

- 1.《深化云转型-用友网络覆盖报告》，2020.9.2
- 2.《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
- 3.《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

三重因素迎转折
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	115	99	77

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **SaaS 化加速有望助力估值进一步提升**：目前，用友正通过商业创新平台 YonBIP 提供 SaaS 化的公有云服务深度绑定大客户，通过 YouSuite 抢占成长型 SaaS 企业市场；再借助 YouBuilder 夯实 PaaS 根基，通过无代码可视化应用构建来降低技术门槛，培养千万级开发者，培养用户使用习惯，构建用友的开发者生态，为公司提供源源不断的生态用户。随着用友云原生产品的加速推广，预计其 SaaS 业务将迎来高速增长，参考美股 SaaS 公司高速增长期的估值水平，公司估值有较大提升空间。
- **高端 ERP 市场国产替代开启，市场空间约 500 亿元**：目前我国高端 ERP 市场 SAP、Oracle 占据 53% 份额，实现国产替代是未来长期趋势。用友、金蝶等国产厂商正加速追赶，产品性能差距逐渐缩小，用友凭借本土化、性价比等优势，乘产业云化升级东风，有望加速国产替代步伐，我们测算整体国产替代空间超过 500 亿元。
- **5G 来临助力工业互联网产业发展，用友精智平台将充分受益行业高景气**：5G 技术标准冻结促进 5G 基站加速建设，当前我国落地建成 5G 基站 54.6 万个，位居全球首位，占比达 68.25%。5G 的高可靠、低延时特性将有助于解决阻碍工业互联网发展的链接问题，加快工业互联网应用落地。用友精智工业互联网平台历来是工信部重点推广的标杆性平台，目前已落地冶金、化工、日化等超 10 个行业子平台和江西、湖南、重庆等 5 个区域自平台，平台注册用户超 46.7 万家，随着 5G 推动工业互联网产业加速发展，用友将充分受益。

盈利预测与估值

- 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。分部估值给予公司 22 年目标市值 2034.89 亿元，对应目标价 62.23 元。

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。

内容目录

一、云业务：云原生+SaaS 化助力高估值	4
1.1 云原生：YonBIP、YouSuite 抢占 SaaS 市场，YouBuilder 夯实 PaaS 根基.....	4
1.2 SAAS 企业估值逻辑下：用友整体市值有望持续提升	7
二、行业信创：高端 ERP 市场国产替代空间达 500 亿元.....	9
2.1 我国高端 ERP 市场以海外厂商为主，政策助推国产化替代.....	9
2.2 用友、金蝶等国产厂商与国外厂商产品差距在缩小，本土化、性价比优势凸显.....	10
2.3 云服务加速普及带来新机遇	11
2.4 高端 ERP 国产替代空间约 500 亿元	12
三、工业互联网：5G 提速，工业互联网时代来临	13
3.1 5G 建设超预期+政策加码，工业互联网应用有望加速落地	13
3.2 工业互联网市场空间测算.....	14
3.3 用友精智工业互联网平台行业拓展加速.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议及估值.....	18
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：用友产品云化发展路径.....	4
图表 2：用友 YonBIP 用友商业创新平台	5
图表 3：YonBIP 总体服务架构.....	5
图表 4：用友 YonBIP 合作伙伴	5
图表 5：用友 YonSuite 产品特点	6
图表 6：YonSuite v202009 菜单界面更丰富.....	6
图表 7：用友云 YonBuilder 云平台特点.....	6
图表 8：YonBuilder 七大特点	7
图表 9：传统软件厂商 SaaS 化转型中估值方法变化.....	8
图表 10：2016-2019 年用友云业务收入占比.....	8
图表 11：2016-2019 年用友云业务营收及增速	8
图表 12：美股与 A 股市场中 SaaS 企业市值对比	9
图表 13：中国整体 ERP 软件市场竞争格局分析	9
图表 14：中国高端 ERP 软件市场竞争格局分析	9
图表 15：政策深化 IT 国产化.....	10
图表 16：国内外 ERP 厂商产品比较.....	10
图表 17：国内外 ERP 厂商不同类型的公有云付费模式产品每单位用户年费对	

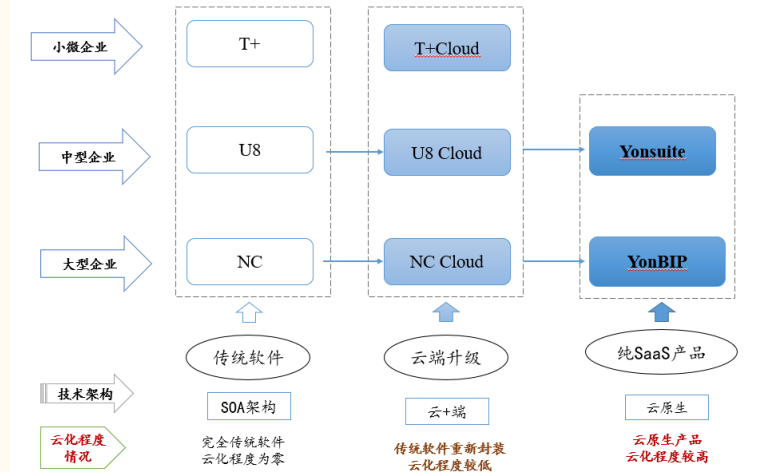
比	11
图表 18: 传统 ERP 与云 ERP 对比	11
图表 19: 2019 年企业 ERP 部署方式	12
图表 20: 中国传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比	12
图表 21: 传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测(亿美元).....	12
图表 22: 用友 ERP 国产替代案例	13
图表 23: 中国 5G 基站建设数量预测.....	14
图表 24: 5G 在工业互联网的应用	14
图表 25: 全球工业互联网市场规模.....	14
图表 26: 全球工业互联网平台市场规模.....	14
图表 27: 2019 年跨行业跨领域工业互联网平台清单 (工信部)	15
图表 28: 用友精智平台三层应用场景	16
图表 29: 用友精智平台服务能力	16
图表 30: 用友精智平台行业应用案例.....	16
图表 31: 公司分业务营收预测.....	17
图表 32: 公司分业务毛利率预测.....	18
图表 33: 可比公司估值比较 (市盈率法)	18

一、云业务：云原生+SaaS 化助力高估值

1.1 云原生：YonBIP、YouSuite 抢占 SaaS 市场，YouBuilder 夯实 PaaS 根基

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

图表 1：用友产品云化发展路径

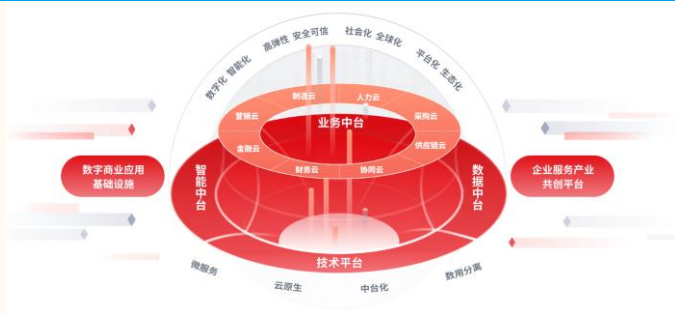


来源：公司官网，国金证券研究所

■ YonBIP：完全基于云原生、微服务、中台化、数用分离等全新架构

- 2020 年 8 月 6 日，用友发布了 3.0 云战略阶段的核心产品 YonBIP 商业创新平台。YonBIP 是利用新一代数字化和智能化技术，实现企业产品与业务创新、组织与管理变革的综合服务平台，通过提供技术服务、公共和关键的商业应用与业务服务等支撑企业商业创新。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，平台上的用户可以按需、随时、随地开展商业创新。
- 其中，技术平台作为 YonBIP 的基础技术底座，面向用友及平台生态伙伴提供包括 YonBuilder 低代码开发平台和 YonLinker 连接平台等 PaaS 服务；数据中台主要提供主数据管理、数据移动、画像标签、关系图谱和智能分析等产业标准服务；智能中台作为 YonBIP 的 AI 企业大脑，基于企业大数据、领域模型、算法，由智能工场开发平台构建，赋能商业创新；业务中台则全面支撑包括营销云、采购云、制造云、供应链云、金融云、财务云、人力云和协同云在内的 YonBIP 八大核心领域 SaaS 服务、行业云服务以及企业服务生态伙伴的云服务创新

图表 2：用友 YonBIP 用友商业创新平台



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3：YonBIP 总体服务架构



来源：公司官网，国金证券研究所

- 目前，YonBIP 已入驻生态伙伴超 7000 家，累计提供超 11000 个产品和服务，并提出了聚合十万家生态伙伴、亿级社群个人，服务超千万家企业客户的目标。

图表 4：用友 YonBIP 合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

■ Yonsuite：纯 SaaS 化产品，助力成长型企业实现云端一体化

- 基于云原生架构的 YonSuite 是 YonBIP 面向成长型企业的云服务。YonSuite 由数百个微服务构成，形成了规模化的微服务集群，具有高扩展性和高弹性，为处于加速发展通道的企业提供上云新方式，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。目前，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，助力公司实现规模效应。
- 2020 年 9 月，用友发布 YonSuite v202009 版本，相较上个版本新增采购服务、设备后服务、应用构建服务、智能分析服务等全新亮点新功能。新版 YonSuite 提供一站式采购服务，支持直接物料、间接物料、工程服务三大交易场景；为设备销售后的服务管理提供专业解决方案；应用构建服务将企业分散独立的构建模型通过可视化、业务组件装配方式有机的融为一体；智能数据分析服务，提供自助式分析和报表能力，支持数据模型、分析卡片、仪表板、自由报表、数据挖掘、预测预警、消息推送、报表订阅、租户权限管理等开箱即用的智能分析构建。

图表 5：用友 YonSuite 产品特点



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 6：YonSuite v202009 菜单界面更丰富

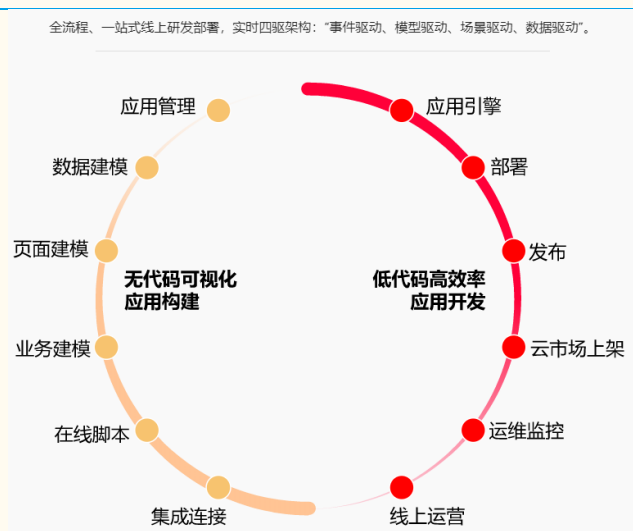


来源：公司官网，国金证券研究所

■ 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 低代码开发平台**，是用友商业创新平台 YonBIP 的技术底座，可以通过提供无代码和低代码的可视化开发能力，快速生成应用程序。低代码开发平台一方面可以降低企业应用开发人力成本，另一方面可以大幅缩短原本所需的开发时间，帮助企业降本增效，有效降低技术门槛，提高产品交付效率。
- **YonBuilder 提供企业级全能基础设施**，帮助用户通过“零安装，低编码，可视化”来构建适用于不同场景的应用，并提供向导和大量应用模板，快速轻松构建企业应用程序。既支持普通无开发背景的业务人员无代码可视化构建应用，也支持专业开发人员低代码、高效率地开发各类大型应用。作为“全民开发平台”，打破技术壁垒，支持在无代码下快速构建可在多端运行的各类应用程序，赋能各个企业、个人开发者、以及没有开发背景的业务人员，便捷地开发出自己的应用。

图表 7：用友云 YonBuilder 云平台特点



来源：公司官网，国金证券研究所

- **YonBuilder 优势**在于其基于云原生架构，可提供低代码、可视化的中台开发服务。YonBuilder 具有可视化构建、泛终端体验、灵活扩展、全生命周期、模型驱动、云原生技术、中台能力构建等核心能力，打通技术与应用的壁垒，为用户提供企业数智化转型的全流程、一站式线上研发部署。其中，与其他低代码平台相比，优势在于云原生架构以及用友强大的全域中台能力。云原生架构提供了云化能力，完美融合 Docker、Kubernetes、DevOps、微服务、智能运维等技术，整合算力，提供高质量的云原生技术解决方案。同时，中台作为公共能力

的积累平台，低代码可以快速进行供应链、金融、财务、人力等领域的应用开发。

- 基于对不同类型开发者和场景的分析，YonBuilder 推出标准服务和专业服务两个版本。在标准服务中，提供低门槛的无代码声明式配置、在线低代码函数式开发两种模式，由应用构建平台提供多租户、安全可靠的公共引擎支撑和运维，用户无需关心代码和部署运维，从而可以让无代码开发经验的实施人员、业务员均可快速上手。在专业服务中，除了完全涵盖标准版的建模过程和设计器的能力之外，为用户提供自建应用引擎的创建、脚手架下载，本地开发调试、CICD、发布上线、生态应用上市的全生命周期管理。

图表 8：YonBuilder 七大特点



来源：用友微信公众号，国金证券研究所

- 整体来看，我们认为用友正在通过商业创新平台 YonBIP 向公有云 SaaS 化服务演进，并继续维持在大型企业客户中的领先优势，通过 YouSuite 抢占成长型 SaaS 企业市场；再借助 YonBuilder 夯实 PaaS 根基，通过无代码可视化应用构建来降低技术门槛，培养千万级开发者，培养用户使用习惯，构建用友的开发者生态，为公司提供源源不断的生态用户，助力公司长足发展。

1.2 SAAS 企业估值逻辑下：用友整体市值有望持续提升

■ 传统软件厂商云转型，估值方法由 PE 到 PS 再到 PE

- 云计算企业往往要经历较长的快速成长期，因此对云计算企业进行估值时，不能完全采用传统的方法，应该进行合理的调整。根据国外云计算行业的发展经验，不论是 IaaS 型企业还是 SaaS 型企业，一般会经历快速成长期和成熟稳定期两个阶段。
- 当处于快速成长期时，云计算企业需要部署基础设施、进行产品研发，且企业为了扩大规模并占领市场份额，而需要投入大量的硬件增大资本开支和折旧、研发费用、销售费用使得公司利润等指标为负。因此，对处于快速成长期的云计算企业来说，不再适合使用 PE、EV/EBITDA 等以利润为基础的估值方法。目前海外对处于此时期的云计算企业主要用 EV/Sales、市销率 PS 等指标进行估值。
- 当云计算企业进入成熟稳定期之后，随着企业体量的提升，设备利用率上升，折旧费用逐步下降；再加上云计算企业商业模式下，产品与服务的可复制性强，具有规模效应，研发费用率与销售费用率都会下降。因此成熟稳定期的云计算企业，可以快速释放盈利能力，现金流也趋于稳定。海外目前对处于稳定期的 SaaS 企业进行估值时往往会基于利润指标，比如使用 PE、EV/FCF 估值方法。

- 因此，对于传统软件公司云转型，其公司估值方式、估值水平将随着云化比例提升将与云计算公司逐渐一致。传统软件企业转云之后，随着云业务由成长期到成熟期，其估值方法将经历从 PE 估值法到 PS 估值法，最后回归到 PE 估值法的过程。

图表 9：传统软件厂商 SaaS 化转型中估值方法变化

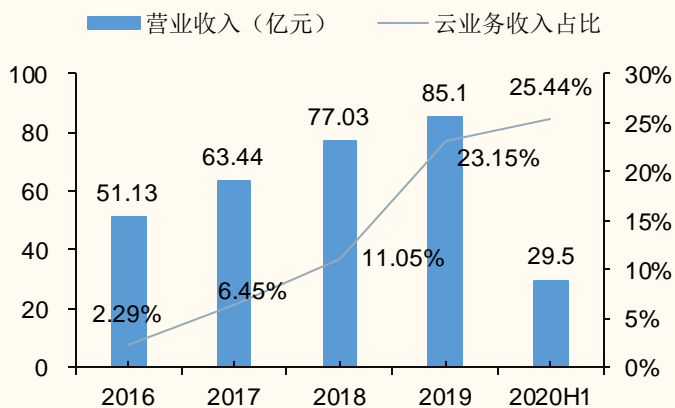
发展阶段	商业模式及财务表现	估值方法
未开始云转型 (传统软件阶段)	售卖 License，一次性付费，终身授权；授权业务稳定盈利。	PE、EV/EBITA 等
SaaS 化早期	逐渐摒弃传统软件授权，以订阅模式为主； 订阅客户激增，订阅收入高增长。	分部估值法：订阅业务用 P/S、EV/S 等；传统软件部分沿用 PE 法估值。
SaaS 化中期	已完全摒弃传统授，转为全部订阅； 订阅增长趋于稳定，开始释放盈利。	EV/FCF、P/FCF，开始关注现金流、营业利润等
SaaS 化后期	订阅业务进入成熟，增长停滞，稳定盈利。	PE、EV/EBITA 等，回归盈利能力，股东回报等。

来源：国金证券研究所

- 用友处于 SaaS 化转型早期，估值逻辑有望切换，市值有较大提升空间

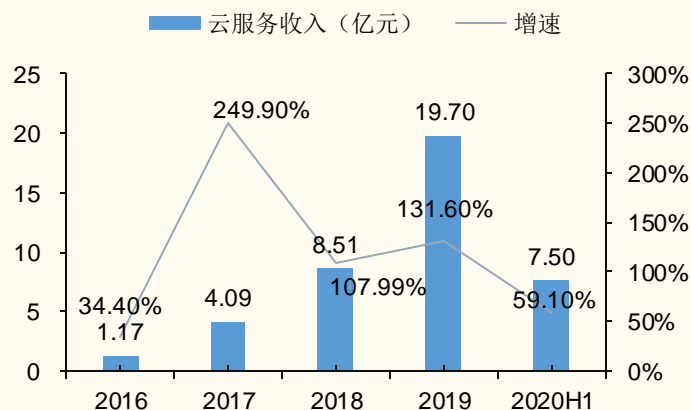
- 云服务收入及占比稳步提升，大中企业收入贡献约 90%。2016 年至 2019 年，公司云服务业务收入从 1.17 亿元迅猛增长到 19.70 亿元，年复合增速达 102.57%，并持续保持高增长的态势，2020H1 收入达 7.50 亿元，同比+59.1%。云服务业务收入占比也持续提升，从 2016 年的 7%扩大至 2019 年的 38%，其中 SaaS 业务占比及增速较为明显。从收入结构上看，2018-2020H1 年用友的云服务业务收入主要来源是大中型企业或集团，2020H1 大中型企业云服务收入占比高达 89.52%。但是用友也在加速拓展小微企业云服务市场，2020H1 年用友小微企业云服务收入增长率为 73.8%，高于大中型企业云服务收入增长率的 57.5%。

图表 10：2016-2019 年用友云业务收入占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 11：2016-2019 年用友云业务营收及增速



来源：wind，国金证券研究所

- 目前，用友正处于 SaaS 的早期阶段，订阅模式快速拓展，云业务收入高速增长。随着云业务在公司整体收入中的占比的不断提升，以及云收入中纯公有云 SaaS 的收入不断提升，我们认为用友的估值水平有较大提升空间。我们通过对标海外的 SaaS 公司发现，美股中典型的 SaaS 企业，其平均 P/S 倍数达到 31x，平均市值达 676.70 亿美元，处于高速发展期的优质的 SaaS 类企业资本市场给与的估值 P/S 倍数甚至高达 70x-100x。而当前用友的整体 P/S 倍数仅为 17x，市值约为 200 亿美元。因此，我们认为随着用友云原生公有云产品的推出，预计在其云收入高速增长的同时，云收入中的 SaaS 业务收入将迎来高速增长阶段，带动估值水平的提升，其 P/S 倍数有数倍提升空间。

图表 12：美股与 A 股市场中 SaaS 企业市值对比

公司	股票代码	主营业务	2019 年订阅 业务收入占比	2020H1 营收增速	2020H1 净 利润增速	市值 (亿美元)	PS (TTM)	PE (TTM)
Zoom	ZM.O	视频通讯	100.00%	270.29%	2647.44%	1,400.52	103.83	609.04
Okta	OKTA.O	身份认证	94.30%	44.00%	31.00%	302.86	44.70	-135.73
Datadog	DDOG.O	ITOM	100.00%	76.98%	150.32%	339.10	70.79	N/A
MongoDB	MDB.O	数据库	94.81%	42.31%	-67.89%	152.51	30.89	-69.35
Veeva	VEEV.N	生命科学 CRM	81.18%	35.01%	17.96%	443.61	36.10	141.01
Atlassian	TEAM.O	项目管理	57.70%	33.39%	45.01%	492.05	29.78	-137.09
Slack	WORK.N	协同办公	100.00%	49.00%	62.30%	176.86	23.61	-55.26
Elastic	ESTC.N	搜索	79.19%	43.65%	54.51%	105.51	23.10	-74.68
ServiceNow	NOW.N	业务流程管理	94.07%	30.46%	804.98%	975.51	24.69	134.07
AppFolio	APPF.O	特定物业管理软件	94.75%	27.19%	-20.97%	56.35	19.71	185.77
DocuSign	DOCU.O	电子签名解决方案	94.30%	42.18%	1.74%	417.73	36.90	-208.04
Workday	WDAY.O	HRM	85.37%	21.46%	21.35%	534.98	13.54	-125.75
Zendesk	ZEN.N	客户服务平台	100.00%	28.74%	-8.24%	127.96	14.04	-72.99
Salesforce	CRM.N	CRM	93.83%	29.51%	463.98%	2,420.42	12.54	102.68
Hubspot	HUBS.N	集客营销平台	95.76%	27.78%	-65.57%	146.52	19.29	-203.10
Adobe	ADBE.O	数字媒体、创意软件	89.47%	15.47%	43.33%	2,408.96	19.71	63.47
Intuit	INTU.O	财税软件	52.07%	13.19%	17.28%	894.88	11.96	50.32
Autodesk	ADSK.O	工程软件	70.09%	17.39%	929.38%	520.79	14.99	146.18
Splunk	SPLK.O	ITOM	100.0%	-1.66%	-121.19%	340.72	14.74	-53.36
Shopify	SHOP.N	电商 SaaS	100.00%	73.54%	108.65%	1,276.06	61.01	-1,881.67
平均值	N/A	N/A	N/A	26.00%	269.55%	676.70	31.30	N/A
用友	600588.SH	ERP、企业服务软件	23.15%	2020H1 云业务增速 59.10%		200.18	17.29	193.99

注：市值、PE (TTM)、PS (TTM) 均采用 2020.10.09 数据

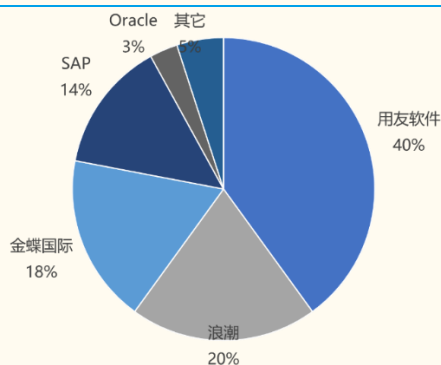
来源：Wind，国金证券研究所

二、行业信创：高端 ERP 市场国产替代空间达 500 亿元

2.1 我国高端 ERP 市场以海外厂商为主，政策助推国产化替代

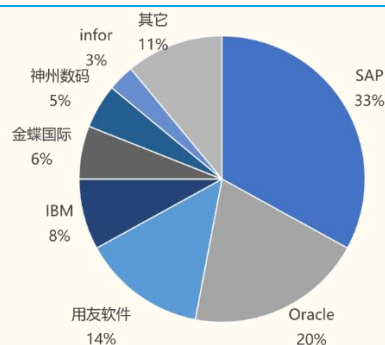
- 高端 ERP 市场依旧由国外厂商主导，存量市场大。用友在中国整体 ERP 软件市场中市占率达到 40%，名列第一，但在中国高端 ERP 市场中的市占率仅为 14%，相较于 SAP 市占率 33%和 Oracle 市占率 20%仍显弱势。SAP 和 Oracle 分别于 1995 年和 1989 年进入中国市场，在国产 ERP 厂商羽翼尚未丰满时抢占了市场先机，填补了当时国内大企业对于 ERP 系统的需求。伴随着国产化政策的推进和国产 ERP 软件不断成熟，国内 ERP 高端市场替代前景广阔。

图表 13：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 14：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 15：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

2.2 用友、金蝶等国产厂商与国外厂商产品差距在缩小，本土化、性价比优势凸显

- **国内外厂商产品性能差距在缩小。**从国内 ERP 厂商和国外厂商对比来看，国内面向大中小企业的产品布局已经相当完善。此外，经过长时间的发展，国内 ERP 厂商在功能上已经基本能完成 Oracle 和 SAP 所能完成的功能。在后 ERP 时代，金蝶用友云转型的时间落后 SAP 并不多。并且也具备当下需要的商业智能分析及低代码开发能力的生态和技术平台。同时，国内厂商面向广大的中国市场，拥有更庞大的用户群体，积累了较多行业经验。因此，不论从技术上还是 ERP 经验上，可以说国内厂商都拥有了与国外厂商媲美的条件。

图表 16：国内外 ERP 厂商产品比较

		SAP	Oracle-NetSuite	金蝶	用友
产品对象	中小企业	SAP Business One	Oracle NetSuite ERP 云小企业版	KIS Cloud	畅捷通
	中型企业	SAP Business ByDesign	NetSuite	云星空	YonSuite&U8 Cloud
	大型企业	SAP S/4HANA	NetSuite OneWorld	云苍穹	NC Cloud
产品功能	财务	包含	包含	包含	包含
	供应链	包含	包含	包含	包含
	采购	包含	包含	包含	包含
客户数量		17 万	2 万	100 万+	100 万+
是否采用云原生技术		采用	采用	采用	采用
云转型时间		2011	1998	2014	2017
技术平台		SAP Cloud Platform	SuiteCloud	云苍穹	YonBuilder
生态平台		SAP PartnerEdge	SuiteLife	云苍穹	iuap
商业智能与分析能力		包含	包含	包含	包含
低代码开发能力		包含	包含	包含	包含

来源：各公司官网，国金证券研究所

- **国产 ERP 厂商本土化、性价比优势凸显。**对比同类型产品价格，以面向中型企业的 SaaS 产品为例，SAP、Oracle 产品价格一般在 8 千-1.3 万之间，而用友、金蝶相关产品为 1000 元和 1500 元，国外厂商价格显著高于国内厂商。此外，在本土化方面，由于国外厂商与中国客户在成本控制模型、报表以及商业模式等方面存在差异，同时相对缺少足够的客户支持人员且软件也不易被国内的咨询人员掌握，因此这给了谙熟国内市场的国内厂商进行国产替代的机会。

图表 17：国内外 ERP 厂商不同类型的公有云付费模式产品每单位用户年费对比

客户类型	SAP		Oracle-Netsuite		金蝶		用友	
	产品	年费	产品	年费	产品	年费	产品	年费
小型企业	Business One	11000	Limited Edition	8400	KIS	500	畅捷通 T+Cloud	1000
中等企业	Business ByDesign	12500	Mid-Market Edition	8400	K/3	1000	U8 Cloud	1500
大型企业	S/4HANA	18500	OneWorld	8400	苍穹	不详	NC Cloud	3000

来源：各公司报价单，国金证券研究所

注：SAP/ORACLE 都是按月计费，按汇率 7，计算价格为 标价*7*12 四舍五入

2.3 云服务加速普及带来新机遇

- **云 ERP 较传统 ERP 优势显著。**云 ERP 较传统 ERP 具有产品性能更全面、使用费用更划算、数据信息更安全、完善升级更高效以及服务响应更快捷的优势。传统 ERP 在本地部署，这使得公司能够由自己控制内部数据，并且能更好的根据需求来定制个性化功能。但是这需要大量的硬件部署资金与专业团队进行维护，通常实施的周期也更长。相比较而言，云 ERP 前期投入资金更少，系统稳定性更高，由服务商提供相应的技术维护，同时也更易被访问。因此通常对定制化需求高且安全需求高的大企业往往会选择本地化部署，而技术、资金比较薄弱，需要灵活访问的中小企业更适合采用云 ERP 进行部署。

图表 18：传统 ERP 与云 ERP 对比

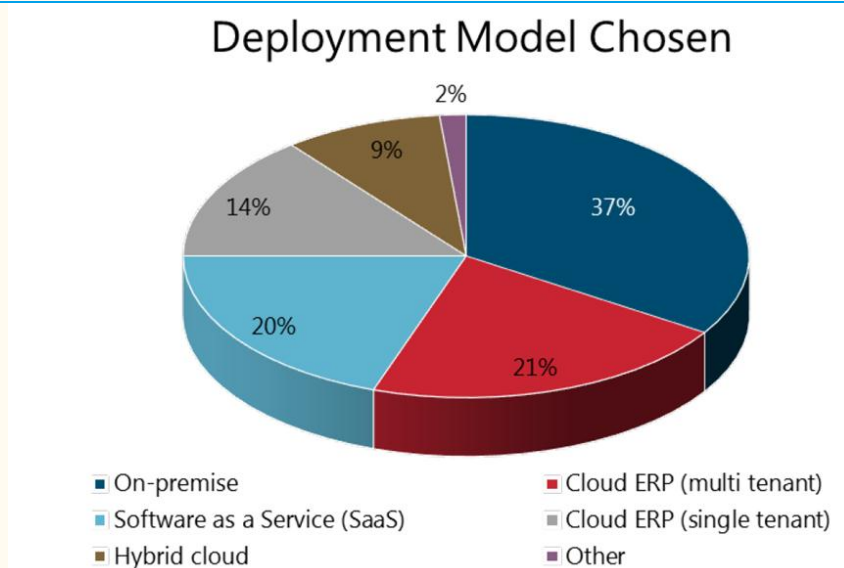
	传统 ERP	云 ERP
费用	一次性付费、需要自己投入资金购买硬件服务器、需要自己的 IT 人员进行运行维护、一般情况下，10 年期云 ERP 租用费用与传统 ERP 买断费用相近。	按照订阅租用时期付费、可预测性更强、前期投入更低、无需硬件实施费用与 IT 维护费用。
部署速度	通常需要 12 个月。	由于云 ERP 不需要其他硬件，部署时间较快，通常需要 3-6 个月。
安全性	由客户团队负责数据安全。	由提供商负责数据安全。
个性化	本地 ERP 模式更易完成用户需求的定制化。	较低的个性化带来更高的软件稳定性。
升级与功能扩展	由服务商驻厂进行升级，往往需要本地停机并且可能需要扩充硬件。	由服务商在后台完成。
移动访问	只支持在内网环境内进行访问。	支持在手机端口、互联网端口进行访问。
培训与支持	由本地人员提供培训和 IT 技术支持。	按照订阅租用时期付费、可预测性更强、前期投入更低、无需硬件实施费用与 IT 维护费用。

来源：NETSUITE 等，国金证券研究所

- **企业上云的趋势将为国产高端 ERP 软件提供系统以及平台替换的契机。**云 ERP 模式减少了部署 ERP 的固定成本，同时缩短了交付的金额和周期，这事实上降低了用户对 ERP 产品的粘性，减少了国内厂商替换国外厂商的壁垒。据 Panorama 调研，目前全球采用云端部署的 ERP 的企业已占到 61%。另外，根据 Allied Market Research 预计，2019 年，云 ERP 市场规模占到全球 ERP 市场规模的 43%，低于 61%，因此可以估计全球云 ERP 市场有望份额有望进一步增加。2020H1，金蝶的云业务收入占比 39.4%，用友的云业务收入占比 23.2%，两家国产云 ERP 龙头厂商均低于 43%，表明国内云 ERP 发展的潜力仍然很大。
- **国外 ERP 巨头在中国 ERP 云化浪潮中已丧失先机。**追溯 SAP、Oracle 等相关 ERP 产品上云之路，会发现其高端产品云端转型相对滞后。早在

2010 年, SAP 就已经推出了 SAP ByD 和 SAP 分析云, 分别对应中小企业的 ERP 应用和各类型企业的商务分析应用, 但直到 2015 年 S/4HANA 发布, 针对大型企业的高端 ERP 产品才具备云端部署能力, 能够实现本地部署 (On-Premise) 和私有、混合云部署 (On-Cloud)。2016 年, S/4HANACloud 版本的推出, 补足了高端 ERP 产品的公有云部署能力。2018 年起 S/4HANACloud 在中国推广, 截至目前尚未有公开标杆项目落地。而国内厂商早已积极布局, 早早完成了 ERP 的云化升级, 借云计算带来的系统替换机会, 有望在高端 ERP 市场实现弯道超车。

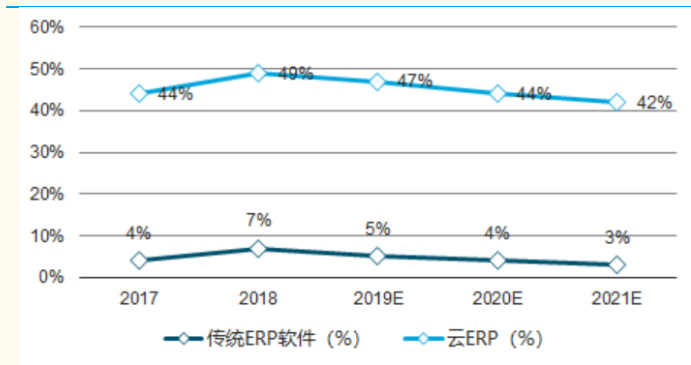
图表 19: 2019 年企业 ERP 部署方式



来源: Panorama, 国金证券研究所

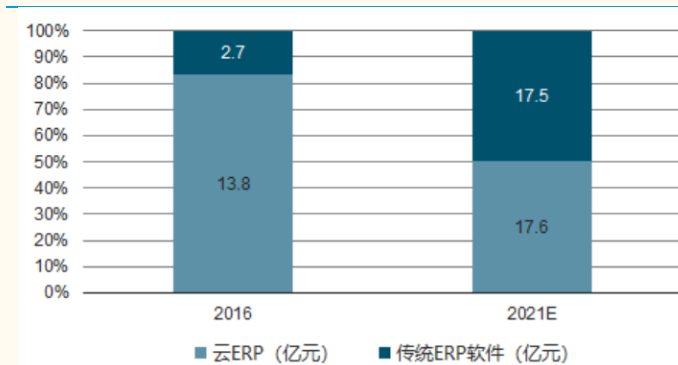
- 预计 2021 年整体 ERP 市场规模超过 35 亿美元, 云 ERP 市场规模复合增速接近为传统 ERP 的 6 倍。智研咨询发布报告显示, 未来四年我国传统 ERP 软件增长维持在 7% 以内, 云 ERP 增速保持在 40% 以上的高增速增长, 后者复合增为前者的 6 倍。预计 2021 年我国传统 ERP 与云 ERP 市场规模基本持平, 整体行业市场规模超过 35 亿美元。

图表 20: 中国传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表 21: 传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测(亿美元)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

2.4 高端 ERP 国产替代空间约 500 亿元

- 用友在大集团市场国产替代加速, 保守估计整体可替换市场空间约 500 亿元。目前中国大型国有企业以及世界 500 强等大型企业的 ERP 仍以 SAP 或者 Oracle 的产品为主导, 比如中石油, 一汽等央企用的是 SAP 的 ERP, 华为用的则主要为 oracle 的产品等。但长期来看, 我们认为国产替代将是未来发展趋势, 尽管这个替代过程会很缓慢 (由于客户使用习惯、替换成本等加深 B 端客户路径依赖, 客户粘性强), 特别是能源、电力、交通、军工等涉及国计民生的关键行业将率先开启国产化替代浪潮, 如目前用友已

完成中国工商银行（多银行网银）、首钢集团、南光集团、福建水泥、三峡集团、福建石化广东机场集团、军工某院所等多个国产替代案例。从市场空间来看，我们预计目前 SAP、Oracle 在中国存量高端客户数量约 5000 家，以 1000 万/家的 ERP 投入保守估算，整体国产替代空间达 500 亿元。

图表 22：用友 ERP 国产替代案例

集团/公司	时间	案例简介
民航系统	2020.04	大型国企数智化云端服务，建立起国内外民航业财务对接窗口，完善民航业信用体系，利用 AI 赋能风险监控，构建起民航业财务数智化生态系统。
福建水泥	2020.04	通过与用友合作，建立集车辆自动进出厂、自助计量和远程集中视频监控的智能物流系统，实现厂内物流全程自助化、智能化和集中管理。既实现人员优化问题，同时也提高整体效率。
中国三峡	2020.04	基于三峡集团采购数智化需求，搭建智能化、社会化、国际化的采购平台，打造世界一流的三峡 e 购平台。
广东机场集团	2020.04	在用友的助力下，通过综合管控云平台，统一工作入口，提高办公效率，科学化项目管理，助理高层投资决策，由平安机场向智慧机场逐步。
福建石化	2020.04	与用友合作，贯穿管理系统与生产系统，实现业务管理与生产装置数据一体化；通过智能工厂，深度融合经营管控与生产执行，通过经营大数据和生产大数据两个大数据实现经营预测、效益测算与生产优化，工作效率提升 40%。
军工某院所	2020.04	基于智能制造的诉求，借助用友 iuap 云平台，实现数智化业务重构与创新，打造军工标准工业互联网平台。
北化鲁华	2020.04	为解决物流管理中遇到的问题，开始与用友部署工业互联网的相关应用；其中的智能计量无人值守系统，在疫情中快速复工复产，为医用口罩、防护服隔离服等急需物资提供原材料。
中国工商银行	2020.04	助力工行多银行网银项目，银企联支持云端部署，通过一点接入，轻松实现对所有银行账户的付款、余额回单查询等功能，本次多银行网银项目通过 PCI SSC 国际金融机构安全认证。
中国工艺	2020.04	将 NC57 升级到 NC Cloud1909，提供混合云解决方案，本次合作完成对原有系统的平滑升级，按照客户方的财务核算要求重新梳理，在满足最新操作系统、浏览器等客户端操作兼容性的同时也满足新管理思路下对财务管理工作的新要求。
天津能源集团	2020.04	深化财务体系资金应用，构建业财税资一体化管控闭环体系。
贵阳交通集团	2020.04	借助用友构建先进的信息管理系统，全面提升财务、资产管理水平，为战略实施与生产经营活动架起桥梁，实现精细化管理，降本增效。
浙江省新华书店	2020.05	通过采用电子会计档案与税务云服务，创新升级税控管理服务模式，优化社店结算对账方式，提高供应链运营效率，降低综合管理运营成本。
河南水投	2020.05	基于平衡资金流动性的需求，满足从战略发展到资源运营，对金融资源高效整合与合理配置，开启数智财务新篇章。
杭州西湖风景区税务局	2020.05	借助云通信手段，推动互联网创新成果与税收工作深度融合，着力构建以纳税人为中心，融合通信能力，全天候、全覆盖、全流程、全联通的智慧税务生态系统——景税“嘟嘟”
小浪底	2020.05	业财税资一体促转型，提高效率，智慧管理，开启小浪底财务数智化新篇章

来源：公司官网，国金证券研究所

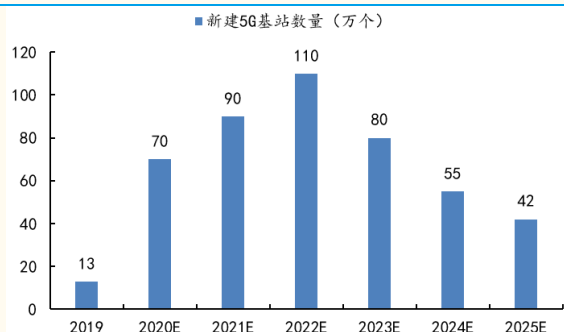
三、工业互联网：5G 提速，工业互联网时代来临

3.1 5G 建设超预期+政策加码，工业互联网应用有望加速落地

- **R16 标准冻结，5G 将从“能用”晋级到“好用”。**2020 年 7 月，国际标准组织 3GPP 宣布 5G R16 标准正式冻结，标志着 5G 第一个演进版本标准完成。相较于 R15 版本 R16 标准不仅增强了 5G 的功能，向各行业普及 5G 技术并催生新的数字生态产业，而且在网络能力扩展、挖潜以及降低运营成本等方面做了改进，增强了 5G 超可靠低延迟通信（URLLC）的性能。
- **5G 基站建设超预期，工业互联网应用有望加速落地。**2020 年 10 月 9 日，工信部最新数据显示，截至当前全球 5G 基站部署总量超 80 万个，其中中国建成超 54.6 万个，全球占比达 68.25%，远超美国等其他国家，位居全球第一。截至 7 月底，全国 5G 终端连接数已达 8800 万，预计下一步将以促进 5G 行业应用落地为主。三大运营商数据显示，截至今年 6 月底，三家基础电信企业累计发展蜂窝物联网终端用户达 11.06 亿户，同比增长 32.7%，其中应用于智能制造、智慧交通、智慧公共事业的终端用户增长分别达到 21.1%、18.2%、21.4%。工业互联网领域，4G 时代的连接问题一直是阻碍工业制造业数字化转型的关键，5G 具有的高可靠、低时延、大带宽等特性能，能通过引入新技术支持 1 微秒同步精度、0.5-1 毫秒空口时

延、高可靠性和灵活的终端组管理，最快可实现 5 毫秒以内的端到端时延和更高的可靠性，提供支持工业级时间敏感，突破将连接、安全和集中计算的能力带给工业，助推工业互联网爆发。

图表 23：中国 5G 基站建设数量预测



来源：工信部，国金证券研究所

图表 24：5G 在工业互联网的应用



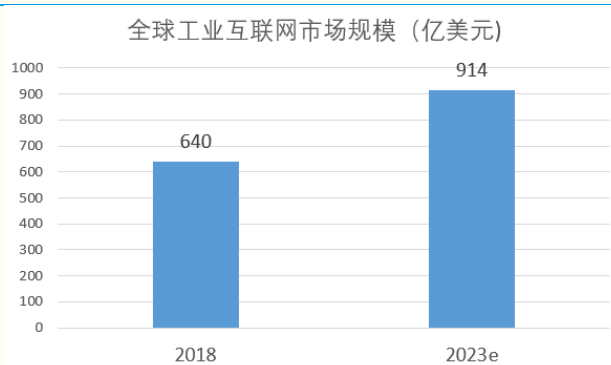
来源：C114 通信，国金证券研究所

- 政策端，2020 年 10 月 14 日，工信部和应急管理部印发《“工业互联网+安全生产”行动计划（2021-2023 年）》，计划提出，要推动技术创新和应用创新，加快互联网、大数据、人工智能、区块链等新一代信息技术在“工业互联网+安全生产”领域的融合创新与推广应用。到 2023 年底，工业互联网与安全生产协同推进发展格局基本形成，工业企业本质安全水平明显增强。一批重点行业工业互联网安全生产监管平台建成运行，“工业互联网+安全生产”快速感知、实时监测、超前预警、联动处置等新型能力体系基本形成，数字化管理、网络化协同、智能化管控水平明显提升，形成较为完善的产业支撑和服务体系。
- 因此，我们认为随着 5G 建设的超预期，随之而来的 5G 投资将重点向应用端加速推进，而工业互联网是 5G 应用发展最为成熟的领域，随着政策加码，预计相关产业应用将率先落地，工业互联网景气度有望持续提升，而用友网络作为工业互联网领军企业将充分受益。

3.2 工业互联网市场空间测算

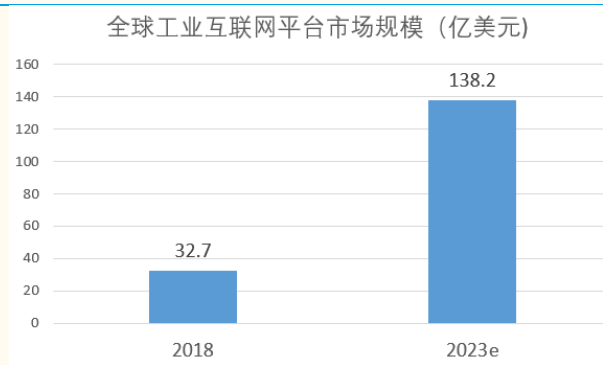
- 根据 Accenture 预测，随着工业技术的不断研发、创新及优化，到 2030 年，工业互联网将为全球经济总量带来超过 15 万亿美元的增长。预计将为我国国民生产总值带来约达 1.8 万亿美元的增长，前景广阔。
- 在工业互联网发展初期，工业数字化水平是影响工业互联网市场规模结构的重要因素，工业设备的数字化水平低是影响平台市场规模低的主要因素之一。但随着工业互联网的迅速发展，在市场需求及新技术的推动下，工业互联网平台的市场规模会持续增长，根据 Accenture 预测，未来五年，工业互联网市场规模预计年复合增长率为 7.39%，工业互联网平台市场规模年复合增长率为 33.4%。到 2023 年全球工业互联网平台市场规模将达到 138.2 亿美元，占全球工业互联网市场规模的 15%。

图表 25：全球工业互联网市场规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 26：全球工业互联网平台市场规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 中国全部地级市中，年工业产值超过 2000 亿的城市共 27 个，年工业产值高于 1000 亿低于 2000 亿的城市共 47 个，高于 500 亿低于 1000 亿的城市共 50 个，高于 100 亿低于 500 亿的城市共 59 个，还有 35 个城市年工业产值低于 100 亿。考虑产业聚集效应，我们按照 16:8:4:1 给予权重，则为实现百万企业上云，每个工业产值超 2000 亿城市需要上云约 1.5 万家企业，1000-2000 亿城市上云 7500 家企业，500-1000 亿城市上云 3800 家企业，100-500 亿城市上云 950 家企业。

3.3 用友精智工业互联网平台行业拓展加速

- 用友精智工业互联网平台（简称“用友精智”）融合 39 个工业大类，18 个应用领域，是用友云面向工业企业的社会化智能云平台。2017 年 8 月，用友精智工业互联网平台正式发布，2018 年，入选工信部工业互联网创新发展工程支持名单，成为八家双跨平台之一；2019 年，精智启动工业互联网标识解析综合性二级节点建设，入选工业和信息化部“2019 年跨行业跨领域工业互联网平台”名单，成为经由国家认可的十家双跨平台之一。

图表 27：2019 年跨行业跨领域工业互联网平台清单（工信部）

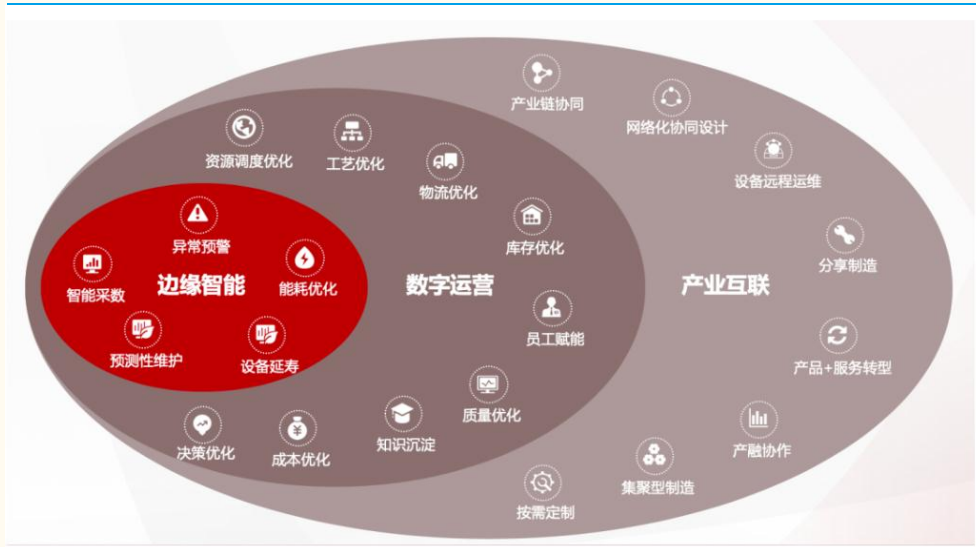
平台名称	单位名称
海尔 COSMOPlat 工业互联网平台	青岛海尔股份有限公司
东方国信 Cloudiip 工业互联网平台	北京东方国信科技股份有限公司
用友精智工业互联网平台	用友网络科技股份有限公司
树根互联根云工业互联网平台	树根互联技术有限公司
航天云网 INDICS 工业互联网平台	航天云网科技发展有限责任公司
浪潮云 In-Cloud 工业互联网平台	浪潮云信息技术有限公司
华为 FusionPlant 工业互联网平台	华为技术有限公司
富士康 BEACON 工业互联网平台	富士康工业互联网股份有限公司
阿里 supET 工业互联网平台	阿里云计算有限公司
徐工信息汉云工业互联网平台	江苏徐工信息技术股份有限公司

来源：公司官网，国金证券研究所

- 2020 年用友精智工业互联网平台发布四大核心能力：制造中台、AIoT、工业大脑、标识解析。
 - 一是云原生的制造中台，源于用友 30 余年服务制造业的经验积淀，沉淀数据，融合 IT、OT、AI 及企业核心业务模型，并集成了 3D 可视化等新技术，面向工厂级、集团级、社会级提供不同 SaaS 应用；
 - 二是精智 AIoT 平台，将能力分为三层，设备层接入 80% 主流设备的主流协议；接入层通过可视化组态、智能算法提供数据发布、运行监控、规则引擎和告警服务；应用层全面支撑用友各领域服务，并提供给各细分行业及专业领域支持；

- 三个是精智工业大脑，通过数据连接，将企业核心业务模型与工业机理模型、机器学习算法相融合，构建出基于企业场景的工业智能服务，并发布为行业通用服务供企业使用；
- 四是精智工业互联网标识解析，平台为企业提供通用追溯服务，既面向大国重器提供装备可靠性服务，又面向消费品实现食品安全追溯，化工品放流窜追溯的全供应链追溯服务。

图表 28：用友精智平台三层应用场景



来源：公司官网，国金证券研究所

- 截至 2020 年 5 月，精智平台已落地冶金、化工、机械加工、中医药、日化等 10 个行业子平台和江西、湖南、重庆等 5 个区域子平台，并支撑双良、鞍钢等企业建成一系列智能服务云平台，帮助新朋联众、大西洋等众多企业建成智能工厂。精智平台有 8000+生态应用，涵盖通讯网络、智能硬件 & IoT、IaaS、网络安全、工业软件等，平台注册工业企业总数 467044 家，其中大型企业 6164 家；连接设备总数 571253 台套；发布 APP 总数 8318 个；平台开发者数量 26191 个，活跃开发者数量 5310 个；平台用户总数 6376931 人，活跃用户 1981826 人。

图表 29：用友精智平台服务能力



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 30：用友精智平台行业应用案例



来源：公司官网，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

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 31：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 32：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，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，且公司已推出 Yonbip 产品全面推广 SaaS 订阅模式，预计未来 SaaS 收入占比会不断提升，参考海外 SaaS 公司高速成长期的估值水平，我们采用 PS 估值法，给予 20 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 11682.20 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 22 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 2034.89 亿元，对应目标价 62.23 元，维持“买入”评级

图表 33：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。

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	-1,039	-1,473	97
其他	-830	-531	-1,237	-191	-195	-192
筹资活动现金净流	566	-760	-162	-1,220	-1,568	5
现金净流量	-744	1,434	980	14	532	2,722

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	7,162	7,694	10,416
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	10,470	11,233	14,385
%总资产	51.9%	54.8%	58.0%	58.2%	59.6%	65.0%
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%	14.0%	13.4%	11.4%
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%	41.8%	40.4%	35.0%
资产总计	14,034	15,221	17,538	17,978	18,855	22,131
短期借款	3,641	3,314	4,326	3,250	1,762	1,842
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	8,265	7,589	8,907
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	8,433	7,773	9,107
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	17,978	18,855	22,131

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%	6.60%	7.31%	8.02%
投入资本收益率	5.22%	6.60%	5.95%	5.51%	6.71%	8.21%
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%	2.51%	4.88%	17.37%
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%	46.91%	41.22%	41.15%

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

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
5	2020-09-02	买入	42.31	49.69~49.69

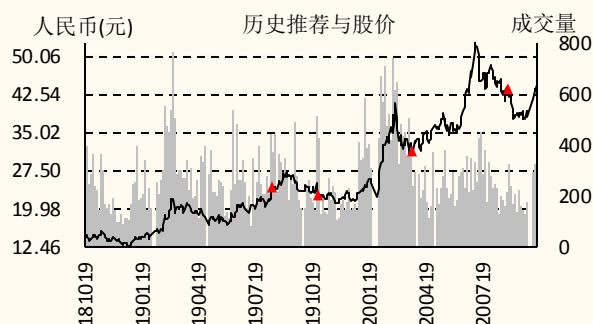
来源：国金证券研究所

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