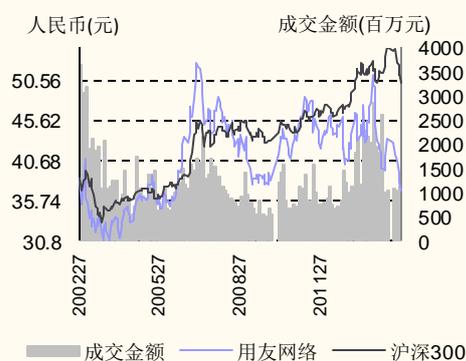


市场价格 (人民币): 36.90 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	32.71
已上市流通 A 股(亿股)	32.51
总市值(亿元)	1,206.94
年内股价最高最低(元)	52.65/30.80
沪深 300 指数	5337
上证指数	3509



相关报告

- 《深度聚焦 BIP, 加速云转型-用友网络跟踪报告》, 2021.2.18
- 《实控人亲自掌舵, 拥抱云转型大机遇-实控人亲自掌舵, 拥抱云转型...》, 2021.1.6
- 《Q3 加速恢复, 云业务订单亮眼-用友网络三季报点评》, 2020.11.1
- 《三重因素迎转折-用友网络跟踪报告》, 2020.10.23
- 《深化云转型-用友网络覆盖报告》, 2020.9.2

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

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

为什么我们认为用友网络有估值修复的机会?

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	1,194	1,389	1,793
归母净利润增长率	57.33%	93.26%	0.96%	16.30%	29.07%
摊薄每股收益(元)	0.319	0.472	0.368	0.428	0.552
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%	14.26%	14.08%	15.25%
P/E	66.67	60.11	114.46	98.42	76.25
P/B	6.21	9.91	16.32	13.86	11.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 目前用友是全球 SaaS 公司的估值洼地。由于云转型进度较慢、大客户占比高、云服务中实施占比高等因素, 当前用友是全球典型 SaaS 公司 PS 估值的洼地。我们通过对比美股、港股、A 股 SaaS 典型公司发现用友的 PS 值 (以 2 月 22 日 TTM 值看) 处在一个明显低位的水平: 美股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 34.82, 港股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 46.37, 而 A 股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 36.20。整体全球典型 SaaS 企业 PS 值位于 30-50 的水平, 相比较而言, 目前用友的 PS 值为 16.70, 处在明显低位。
- SaaS 企业订阅模式天然具有较高的估值溢价。从 PS 估值法的本质出发, 处于高速发展期的 SaaS 公司更适合 PS 估值法。我们认为 SaaS 企业可以享受高 PS 估值的原因主要有两点: 1) SaaS 订阅收费模式能更多的挖掘客户的全生命周期价值, 从而带来可见的收入持续增长; 2) 收入的确性以及随着研发、销售费用率的降低, SaaS 企业净利率可高达 50%, 从而支撑资本市场给出较高的估值溢价。
- 为什么用友的 PS 有提升的机会? 1) 力推低代码、云原生的 Yonbip 平台, 其本质是提供一套底层的 PaaS 平台+部分应用, 凭借云原生、微服务、低代码开发等技术, 可有效降低定制化开发和实施的比例, 理想状态下, 实施可以外包给第三方服务商, 用友将专注软件和平台产品的研发销售, 从而大幅提升公司毛利率, 另一方面, 由于新技术的使用, 可以实现平台的快速迭代升级, 未来研发费用比重也有望下降。2) 力推以公有云为基础的订阅式收费模式, 付费模式的改变将进一步增强客户粘性, 降低销售费用占比, 同时熨平收入增长的波动, 使得公司未来收入增长更有持续性。3) ERP 有较高的粘性和客户忠诚度, 用友在大客户市场优势明显, 竞争对手在产品架构维度的领先要转化成市场领先难度不低, 现在尚未看到典型案例, 用友有望随着新产品推出继续保持优势。

估值

- 预计 20-22 年归母净利润分别为 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

- 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、用友是全球 SaaS 公司的估值洼地.....	3
1.1 美股、港股、A 股 SAAS 典型公司 21 年预期 PS 比较.....	3
1.2 用友估值低的原因：云转型速度慢、大客户接受程度低、实施费用高....	3
二、PS 估值的本质探讨.....	5
2.1 PS 估值的本质探讨.....	5
2.2 SaaS 企业为什么可以享受高 PS 估值.....	5
三、用友 PS 为什么有提升的机会.....	7
3.1 力推低代码、云原生的 Yonbip 平台.....	7
3.2 力推订阅式收费模式，收入可持续增长潜力大.....	8
3.3 YonBip 的推广成功是大概率事件.....	10
四、盈利预测与投资建议.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 投资建议及估值.....	12
五、风险提示.....	13

图表目录

图表 1：SaaS 典型公司估值情况（截至 2021 年 2 月 21 日，不完全统计）...3	3
图表 2：金蝶 Vs 用友重要转型时间节点.....	4
图表 3：2018 年我国不同规模企业云平台使用情况.....	4
图表 4：2017-2019 年用友云服务中大客户收入及占比.....	4
图表 5：2016-2020H1 用友与金蝶毛利率对比.....	5
图表 6：PS 估值法的优缺点.....	5
图表 7：传统软件产品与 SaaS 产品比较.....	6
图表 8：SaaS 订阅模式下单客户贡献收入从第 5 年开始超过 License 模式下总收入.....	6
图表 9：SaaS 企业高 PS 倍数测算.....	7
图表 10：Adobe 转型 SaaS 模式订阅模式后股价和 PS 倍数不断攀升.....	7
图表 11：用友商业创新平台 YonBIP 总体服务架构.....	8
图表 12：企业信息技术应用历程：从 mis 到 BIP 时代.....	8
图表 13：用友网络营收与中国 GDP 走势呈正相关.....	9
图表 14：用友网络项目制下与 SAAS 订阅模式下单客户贡献收入及利润对比.....	10
图表 15：公司近日重要公告汇总.....	10
图表 16：公司分业务营收预测.....	11
图表 17：公司分业务毛利率预测.....	12
图表 18：可比公司估值比较（市盈率法）.....	12

一、用友是全球 SaaS 公司的估值洼地

1.1 美股、港股、A 股 SAAS 典型公司 21 年预期 PS 比较

- 用友是全球典型 SaaS 公司 PS 值的洼地。与美股、港股、A 股 SaaS 典型公司相比，用友的 PS 值处在一个明显低位的水平。据我们不完全统计，按照 2021 年 2 月 22 日的 PS (TTM) 来看，美股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 34.82，港股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 46.37，而 A 股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 36.20。表中大部分 SaaS 企业 PS 值位于 30-50 的水平，相比较而言，用友的 PS 值为 16.70，处在明显低位洼地。

图表 1: SaaS 典型公司估值情况 (截至 2021 年 2 月 21 日, 不完全统计)

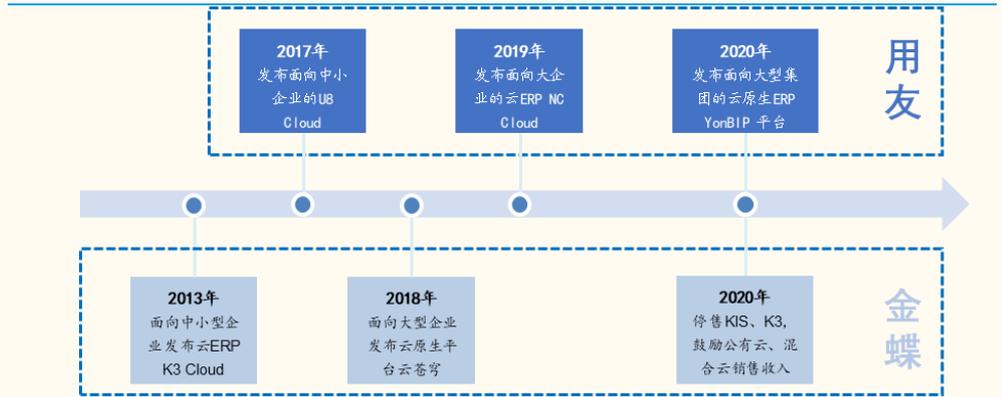
	公司	股票代码	主营业务	2020H1 云收入占比	2019 营收增速	2019 净利润增速	最新市值 (亿美元)	PS (TTM)	21E 营收 (亿美元)	预测 21 年 PS
美股	ADOBE	ADBE. O	数字媒体、创意软件	89.5%	16.35%	35.25%	2294	17.82	--	--
	SALESFORCE	CRM. N	CRM	93.8%	29.51%	-91.24%	2256	11.12	249.07	9.06
	ZOOM	ZM. O	视频通讯	100.0%	270.29%	5433.46%	1215	62.06	64.21	18.92
	SERVICENOW	NOW. N	业务流程管理	94.1%	30.46%	361.28%	1119	24.76	--	--
	WORKDAY	WDAY. O	HRM	87.2%	21.46%	34.44%	663	15.93	49.42	13.42
	ATLASSIAN	TEAM. O	项目管理	57.7%	36.35%	1209.37%	639	35.47	--	--
	MONGODB	MDB. O	数据库	94.8%	42.31%	-34.54%	252	46.43	--	--
	OKTA	OKTA. O	身份认证	94.3%	44.26%	-2.29%	373	48.61	--	--
	VEEVA	VEEV. N	生命科学 CRM	81.2%	35.01%	22.49%	475	34.45	--	--
	AUTODESK	ADSK. O	工程软件	70.1%	17.39%	179.49%	672	18.40	--	--
	SLAKE	WORK. N	协同办公	100.0%	49.22%	63.99%	249	29.92	--	--
	SHOPIFY	SHOP. N	电商 SaaS	100.0%	73.54%	3.26%	1758	60.02	--	--
	ELASTIC	ESTC. N	搜索	79.2%	43.47%	38.53%	142	27.84	--	--
	DATADOG	DDOG. O	ITOM	100.0%	76.98%	132.45%	320	53.01	8.00	39.99
TWILIO	TWLO. N	云通信	100.0%	50.68%	-7.73%	642	36.46	23.53	27.30	
港股	金蝶国际	0268. HK	ERP、企业服务软件	55.9%	-6.58%	-913.27%	162	34.63	6.46	25.06
	微盟集团	2013. HK	精准营销服务	35.3%	45.74%	-262.85%	87	35.66	5.61	15.58
	中国有赞	8083. HK	零售科技服务	85.4%	62.70%	23.14%	93	38.94	4.64	20.09
	畅捷通	1588. HK	企业管理云服务	35.4%	-21.51%	-182.06%	8	14.55	0.88	9.53
	明源云	0909. HK	房地产 ERP	49.6%	37.34%	140.31%	136	65.92	3.71	36.74
	卓博集团	3738. HK	网络影视媒体	100.0%	167.28%	214.29%	25	76.76	0.80	30.99
A 股	用友网络	600588. SH	ERP、企业服务软件	25.4%	-10.76%	-155.34%	210	16.70	17.07	12.29
	金山办公	688111. SH	办公软件	43.0%	34.18%	166.25%	285	90.14	5.73	49.67
	广联达	002410. SZ	建筑信息化	41.4%	14.68%	87.32%	150	24.13	7.83	19.11

来源: wind, 国金证券研究所 (注: 21 年预测数据采用 wind 一致预期)

1.2 用友估值低的原因: 云转型速度慢、大客户接受程度低、实施费用高

- 相较主要竞争对手金蝶，用友云转型进度较慢。金蝶成立于 1993 年，1999-2004 年，金蝶实行 ERP 行业全面运营模式，并在国内率先开启 ERP 软件的云转型；2011 起，开启云管理转型，截至目前，全球服务客户达 680 万家企业，为全球软件市场中成长最快的独立软件厂商之一。而用友进入 ERP 较金蝶略晚，于 2000 年发布 ERP 产品 NC1.0，用友 2.0 时代 (1998-2014 年) 主营 ERP 软件；直至 2015 年，用友进入 3.0 时代，开始云服务转型，2017 推出首款云产品 U8 Cloud，2020 年推出基于云原生的 YonBIP 产品。在云转型的时间进程上用友明显落后于金蝶。

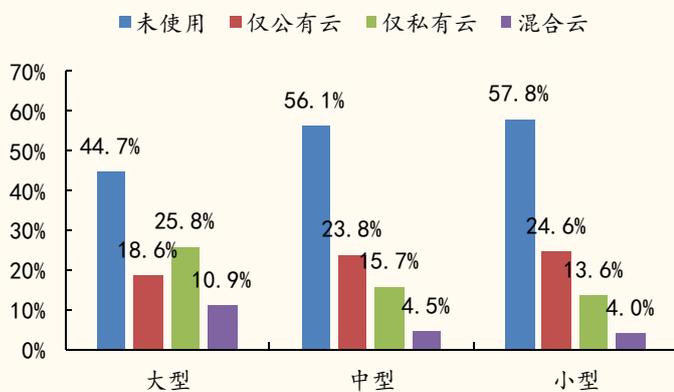
图表 2：金蝶 Vs 用友重要转型时间节点



来源：公司官网，国金证券研究所整理

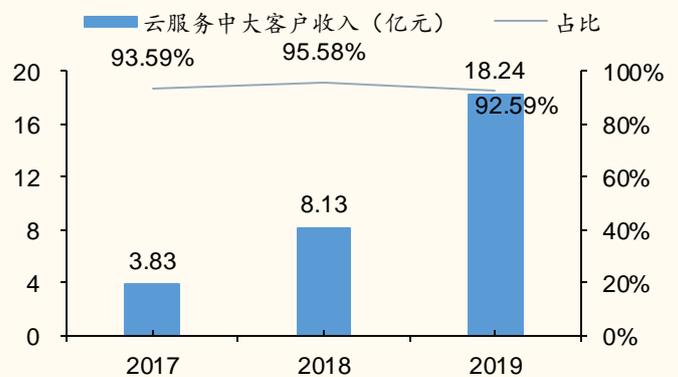
- 用友的客户端以大客户为主，习惯定制化贴身服务，对 SaaS 接受度较低。用友以客户资源+技术优势打开 SaaS 业务中端企业市场，NC cloud 自推出以来已签约多个不同行业大客户，赋能大型企业数字化转型。2017-2019 年公司云服务中来自大客户的贡献收入比例超过 90%，截至 2020 年第三季度公司累计服务客户总数超过 627 万，其中大客户合同总金额同比增加 133.11%，成功新签约华为技术、金山办公、壳牌中国、南方航空等一批大型领先企业，覆盖国内超过 58% 的千亿级企业，56% 的 500 强企业。由于大型企业基于数据安全和稳定性考虑，选择上云时主要以私有云和混合云为主，《2018 年中国企业上云指数》报告显示大型企业仅上公有云的比例仅为 18.6%，远低于中型企业的 23.8% 和小型企业的 24.6%。因此，公司以大客户为主体的客户形态及大客户以定制化服务为主要需求的情况，对用友在以客户为核心发展综合型、融合化、生态式的企业数字化 SaaS 平台的过程中造成一定困难。

图表 3：2018 年我国不同规模企业云平台使用情况



来源：《2018 年中国企业上云指数》，国金证券研究所

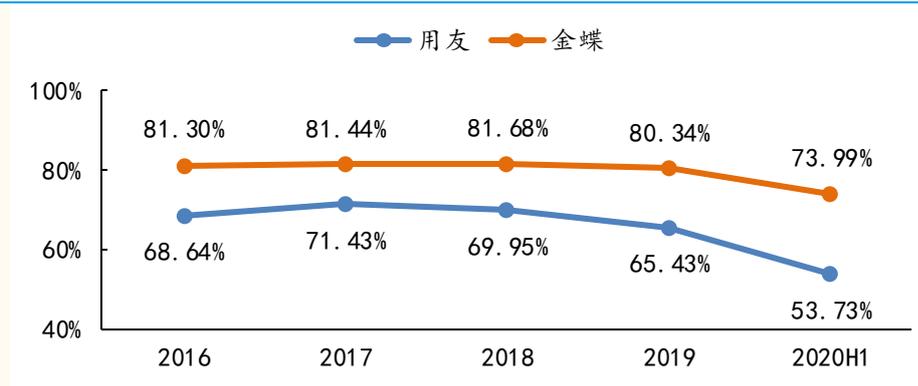
图表 4：2017-2019 年用友云服务中大客户收入及占比



来源：公司年报，国金证券研究所

- 实施收入占比较大，毛利率低于竞争对手金蝶。2020 年上半年金蝶毛利率为 74%，相比 2019 年底下降 7.9%，减少主要由于公司大规模云转型带来的云客户数量增长导致 IaaS 成本增加，使得公司毛利率小幅度下滑。相比而言，2020 年上半年用友毛利率仅为 53.7%，较 2019 年底下滑 17.9%，其中营收占比 62.7% 的技术服务及培训产品毛利率为 48.3%，较上年同期下降 5.6%，对公司毛利率影响较大，导致用友综合毛利率下滑。
- 用友整体毛利率低于金蝶及其他软件厂商，主要因为用友主要客户以大型客户为主，大型客户对实施的需求相较于中小企业更大，用友收入中低毛利、“堆人头”的实施业务收入占比较高。

图表 5: 2016-2020H1 用友与金蝶毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

二、PS 估值的本质探讨

2.1 PS 估值的本质探讨

- PS 估值法适用于当下因为毛利率偏低或者销售、研发投入过高等因素导致暂不盈利或盈利水平较低, 但未来稳定状态下, 净利率可以恢复到合理状态的成长型企业。
- 决定 PS 估值高低的核心因素为净利率和 PE 估值水平。从公式上看, $PS = \text{市值} / \text{营业收入} = (\text{市值} / \text{净利润}) * (\text{净利润} / \text{营业收入}) = PE * \text{净利率}$ 。因此, 决定 PS 估值高低的核心是: 1) 未来稳定状态下的净利率水平; 2) 稳定状态下的 PE 估值水平。
 - 相较于市盈率, 市销率从公司最源头的收入去考量。营收作为净利润以及各个项目的源头, 被操控的可能性相对较小;
 - 但是, PS 市销率由于未考虑到不同企业的成本问题。通常在观察 PS 指标时, 需要结合净利率以及 PE 一起进行分析, 而这三者之间存在一定的相关性: $\text{当下 PS} = \text{未来 PS} / (1 + \text{增长率})^n = \text{未来 PE} * \text{净利率} / (1 + \text{增长率})^n = \text{当下 PE} * \text{净利率}$ 。

图表 6: PS 估值法的优缺点

优点	缺点
普适性: 营业收入不会出现负值	无法反映企业对成本的控制能力
稳定性: 营业收入较为稳定、波动性小, 不易被操控;	各行业的销售利润率空间差异大, 行业间的 PS 值比较有一定差异
在公司价值评估里带有收入乘数	上市公司关联销售较多, PS 估值法不能剔除关联销售的影响

来源: 国金证券研究所整理

- 处于高速发展期的 SaaS 公司更适合 PS 估值法。PS 估值法适用于当下因为销售、研发等投入导致暂不盈利或盈利水平较低的成长型企业。我们将市销率公式变形可得到: $\text{市盈率} = \text{市销率} / \text{净利率}$, 可以看出, 若保证市盈率不变, 那么市销率和净利率将成同比变动, 也即, 若要求一个较低的市销率, 则无法同时得到一个较高的净利率。因此, 适用市销率进行估值的企业大多是处在快速成长阶段, 而处于这个阶段的企业, 往往是处于一个新兴行业, 其本身便存在着技术不够成熟、渗透率不够高, 以及客户、供应商不稳定等困难, 这些反映到企业财报上即为较高的成本或较低的盈利。而对此阶段的企业本身而言, 最重要的不是降低成本和提升净利率, 而是扩大营收规模, 抢夺市场份额。因此, 对于目前处于高速发展期 SaaS 企业而言 PS 法是较为通用的估值方法。

2.2 SaaS 企业为什么可以享受高 PS 估值

- 其一, 收费模式决定的可见的收入持续增长。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 7：传统软件产品与 SaaS 产品比较

是否为多租户模式	传统软件产品	SaaS 产品
	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
收费模式	License+升级服务费	订阅年费/月费
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：国金证券研究所整理

- **SaaS 模式能挖掘客户的全生命周期价值。**传统软件的采用 License 模式第一年收取许可证费用，之后每年收取维护更新费用（一般是许可证费用的 15%-20%）。以 SAP 针对小型企业产品为例：
 - License 模式下：单用户 License 为 8000 美元，则 License 的价格×其数量=总体软件费用；升级服务费用，按照合同确定的软件产品总额的一定比例收取（15%-22%），服务期为 7 年，第 8 年之后不再提供升级服务。
 - SaaS 订阅模式下：按行业平均水平，假设订阅年费占 License 的比例为 35%，计算为每年 2803 美元/户。
- 通过测算对比发现用户使用年限超过 5 年之后，订阅模式下收到的累计收入更多，也即对于用户生命周期长的产品，SaaS 模式能提升单客户的全生命周期价值。
- 另一方面，由于 SaaS 订阅模式下对单客户进行持续性收费，随着客户数量的积累增多，则年收入会出现持续增长，而在传统 License 收费模式下，由于单客户的支付是一次性的，则每年的总收入由当年所获得的客户总数决定，如果每年获得的客户总数不持续增长，则收入也会出现波动。因此，SaaS 模式下，只要持续获得新客户，则总收入会可预见性的持续增长。

图表 8：SaaS 订阅模式下单客户贡献收入从第 5 年开始超过 License 模式下总收入

License 模式	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
授权+实施费用（美元）	8000						
服务费比例	15%	15%	15%	15%	15%	17%	19%
升级服务费（美元）	1200	1200	1200	1200	1200	1360	1520
累计总收入（美元）	9200	10400	11600	12800	14000	15360	16880
SaaS 收费模式							
订阅年费（美元）	2803	2803	2803	2803	2803	2803	2803
订阅总收入（美元）	2803	5607	8410	11213	14017	16820	19623

来源：国金证券研究所测算（假设订阅年费比例为 License 费用的 35%）

- **其二，收入的稳态性增长和较高的净利率支持资本市场给出较高的估值溢价。**在 SaaS 模式下，由于客户具有较强的粘性以及云端的统一研发，随着收入规模的增长，研发、销售费用率不断降低，净利率最终可高达 50%。我们假设一个 SaaS 企业稳定状态下净利率 40%，作为软件公司，稳定状

态下 PE 为 30 倍，假设公司连续三年增长达到稳定状态，则当下 PS 可达 24 倍，若连续五年增长达到稳定状态，则当下 PS 可达 46 倍。

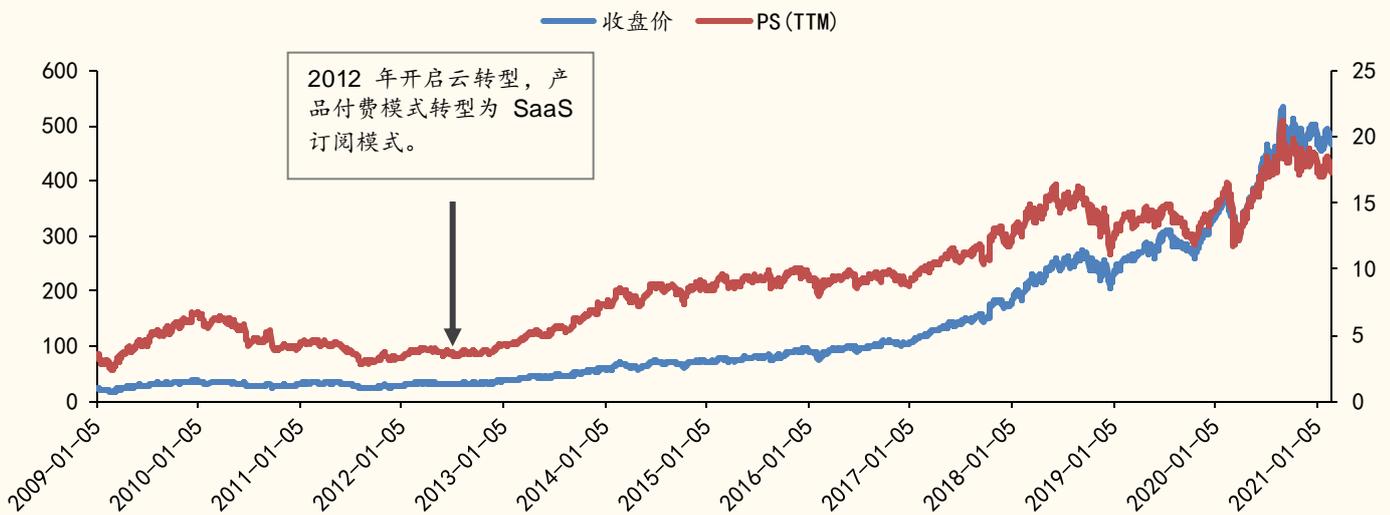
图表 9：SaaS 企业高 PS 倍数测算

当下 PS=未来 PS/ (1+增长率) ⁿ =未来 PE*净利率/ (1+增长率) ⁿ =当下 PE*净利率					
假设：SaaS 企业稳态下 PE=30，净利率=40%，每年保持增速 40%					
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
PE	115	82	59	42	30
PS	46	33	24	17	12

来源：国金证券研究所测算

- 以 Adobe 为例，公司自 2012 年开始云转型，收费模式开始向为 SaaS 订阅的模式转换，云服务收入占比由 2013 年的 15% 提升至 2020 年的 90.35%，资本市场给予的 PS 倍数由 2012 年的 3 倍提升至 20 年的最高 21 倍。

图表 10：Adobe 转型 SaaS 模式订阅模式后股价和 PS 倍数不断攀升



来源：wind，国金证券研究所

三、用友 PS 为什么有提升的机会

3.1 力推低代码、云原生的 Yonbip 平台

- **YonBIP 用友商业创新平台**，主要由应用服务、平台服务和生态服务构成，利用云原生、微服务、中台化、数用分离等全新的架构，为接入的第三方应用提供商或者有开发能力的大型企业，提供整套底层的 PaaS 平台及部分自有应用。YonBuilder 是 YonBIP 的底层开发平台，提供无代码及低代码的可视化开发能力，夯实 PaaS 根基，助力大型客户快速开发满足自身需求的产品。一方面降低企业应用开发人力成本以及技术门槛，另一方面还可以大幅缩短开发时间，帮助企业降本增效，提高产品交付效率。

图表 11：用友商业创新平台 YonBIP 总体服务架构



来源：公司官网，国金证券研究所

- **YonBIP 专注打通上中下游，赋能产业互联网。**用友企业的发展可以分为三个阶段，第一阶段核心业务是财务软件，第二阶段核心是一体化套件 ERP，第三阶段就是商业创新平台 BIP 阶段。YonBIP 目的是成为一个产业互联网平台，专注于解决上游下游客户整合、连接的问题。由于使用云原生、微服务、低代码开发等新技术，可以快速满足大型客户的个性化需求，有效降低定制化开发和实施的比例，理想状态下，用友甚至可以把软件实施业务外包给第三方服务商，而自身专注于软件及平台的研发和销售，从而大大提升公司业务的毛利率。另一方面，由于新技术的使用，平台的快速迭代升级可以实现，未来研发费用比重也有望下降，公司长期盈利能力将得到极大优化。

图表 12：企业信息技术应用历程：从 mis 到 BIP 时代



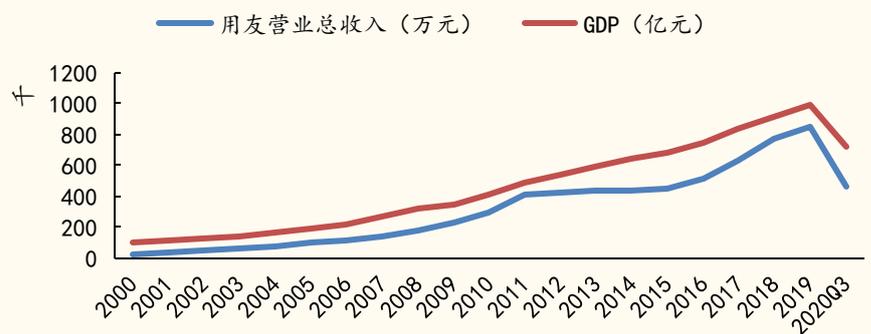
来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 力推订阅式收费模式，收入可持续增长潜力大

- **用友力推以公有云为基础的订阅付费模式。**用友 3.0 战略，除了坚定不移的云转型，以及打造商业创新平台外，公司还要大力推动以公有云为基础的订阅付费模式。目前，公司面向小微企业及中型企业客户话语权较高，推动力度较大，因此，这部分客户上公有云及转订阅付费模式较为顺利。但面向大型企业客户时，由于客单价较高以及可以树立标杆项目吸引其他客户等原因，公司倾向于配合大型客户的需求进行部署和配置。然而大型企业客户出于信息安全等角度考量，仍然偏好一次买断式的私有云部署，因此，推行以公有云为基础的订阅模式难度较大。但公司目前也在不断提升公有云产品的产品力，激励销售人员面向大型企业客户进行订阅付费（即使对于私有云客户，公司也尽力推进客户使用订阅付费的模式）宣传，并在稳固住大客户订单的前提下，尽力推行公有云业务落地。此外，公司 2021 年度经营目标之一是要实现订阅云服务收入实现 100% 以上的增长，可以看出公司对于订阅付费模式转型的信心。

- **为什么我们看好用友转型订阅付费模式后的增长潜力？**
- **其一：订阅付费模式可以平滑公司收入的周期性波动，增强收入确定性。**传统软件厂商的商业模式为项目制，即以售卖软件许可权为主，一套软件卖出后，后续服务费占比较小（基本没有），项目完成之后确认收入，基本上以一次性收费为主，后期产品的迭代、升级，客户再进行一次性购买（但这个间隔时间较长）。因此总体上，软件企业收入呈周期性，特别是国内的软件企业客户以 B 端和 G 端为主，其信息化投入多数与经济周期、政策周期（一般是 5 年）呈正相关，甚至在经济下行周期中，企业由于面临现金流压力会减少信息化投入，从而导致项目制下，软件企业收入呈周期性波动。而 SaaS 商业模式下，企业按年/月订阅付费，企业单期投入成本降低，可有效缓解短期现金流压力，另一方面，随着云服务带来的降本增效，企业支付意愿不断增强，在强弱经济周期中不会有较大的支出波动，从而增强了软件企业收入的确定性。

图表 13：用友网络营收与中国 GDP 走势呈正相关



来源：wind，国金证券研究所

- **其二：订阅付费模式为公司收入增长带来持续性。**传统一次性授权模式尽管可以通过软件升级等方式，实现老客户的重复性购买，但收入预测性较差，复购周期较长。而升级为订阅付费模式后，企业可以将更多费用投入到产品迭代升级以及新产品研发中，而非大量投入销售费用，从而提升产品能力，深度绑定老客户。而且订阅模式的客单价较低，有利于吸引中小型企业新客户付费体验。因此，公司每年的订阅收入可预测性极高，收入增长的波动熨平，复购率上升，公司未来收入增长更有稳定性和持续性。随着云业务收入在公司整体营收占比的高速增长以及订阅付费模式快速推广，我们认为用友的估值水平仍有提升空间。
- 此外，订阅付费模式增强了客户粘性，未来有助于降低用友的销售费用率。
- **我们以用友针对大型企业客户的单项目收费 100 万元的产品为例：**
 - **传统项目制下：**假设售卖一套软件收入 100 万元，当年投入营销费用后，单客户获客成本 25 万；企业日常运营管理、研发投入成本分摊到单客户身上是 25 万，那么传统项目制下该客户当年能为企业贡献的利润是 50 万。
 - **SaaS 模式下：**企业每年收入 25 万元年费收入，但成本方面获取一个客户的获客成本成一定刚性，故获客的前两年公司的单客户利润是亏损的，前四年的累计利润不如项目制。但是从第五年开始，该客户在 SaaS 模式下能为企业贡献的利润就超过了传统项目制的模式。

图表 14：用友网络项目制下与 SAAS 订阅模式下单客户贡献收入及利润对比

单位：万元	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年
项目制下单客户利润贡献										
软件售卖	100									
获客成本	25									
运营成本	25									
累计贡献利润	50									
SaaS 订阅模式下单客户利润贡献										
客户订阅收入	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
客户累计贡献收入	25	50	75	100	125	150	175	200	225	250
第一年获客成本	25									
单客户运营成本	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
单客户累计贡献利润	-20	-15	10	35	60	85	110	135	160	185

来源：国金证券研究所测算

3.3 YonBip 的推广成功是大概率事件

■ 为什么我们认为 YonBIP 可以成功成为赋能产业互联网的商业创新平台？

- 1、开发经验丰富，产品性能成熟。云原生、微服务、低代码开发等新技术本身已趋于成熟，运用此类新技术研发产品本身不具有难度，且公司持续在 Yonbip 平台进行研发投入，目前已经迅速迭代到第三代，并已经配齐八大模块领域云。同时，用友具有多年大型企业客户开发经验，产品线丰富且成熟度高，以此为基础落地 Yonbip 底层平台更具可行性。
- 2、内部整改，彰显用友转型决心。在数智化、国产化、全球化三浪叠加的重要战略机遇来临之际，用友内部进行了一系列整改，为加速 YonBIP 生态的构建和发展提供了广阔的市场空间。1) 为紧抓机遇，创始人兼实控人王文京上任总裁。有利于集团协调各个方面资源，抢抓企业与公共组织云服务的战略发展机遇，加快推进用友 3.0 的战略决策的高效执行。2) 剥离非核心业务，聚焦 YonBIP 平台。2020 年 11 月，用友汽车拆分并于科创板上市。子公司分拆上市，给予子公司在细分领域更多灵活性，防止内部资源不足。2020 年 7 月，公司发布定增计划，拟募资 64 亿元投入 YonBIP 平台建设，母公司逐渐中台化，聚焦 YonBIP。3) 研发人员大幅扩招。2021 年度公司计划增加研发人员 1500 人，占总体增员人数的 60%，新增研发人员将主要投入新一代产品用友商业创新平台 YonBIP 的持续研究与开发，以保持公司在技术和应用创新上的持续引领，还要加强研发过程的优化和改进，提高研发效率。

图表 15：公司近日重要公告汇总

	时间	事件
1	2020.07.01	发布定增预案，拟募资 64 亿元投入 YonBIP 建设项目。
2	2020.11.24	公司拟将其控股子公司用友汽车分拆，并于科创板上市，分拆后，用友将更加聚焦云主营业务。
3	2021.01.04	公司实控人兼创始人兼任集团总裁，协调内外资源，重点发力云转型战略。
4	2021.01.14	公司子公司畅捷通拟回归 A 股上市。A+H 将拓宽融资渠道，加速云化，拓宽长尾客户。
5	2021.01.29	公司发布 21 年度计划，预计总体增员 2500 人，重点增加研发及云服务运营人员，其中研发人员增加 1500 人，占比 60%。
6	2021.02.10	公司拟以 2.83 亿元受让参股子公司上海大易云 56.57% 股权，受让完成后，公司将持有大易云 84.74% 股权。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 3、ERP 时期积累大量客户资源，壁垒牢固。用友从 ERP 时期即积累大量客户，而 ERP 产品本身粘性高，客户忠诚度高，用友在大客户、

国企央企等市场积累了明显优势。竞争对手尽管率先布局云转型，并且在新一代架构产品推出上领先用友，但尚未能将产品领先转化为市场优势。随着用友 Yonbip 新一代产品快速投向市场，我们认为用友有望继续巩固甚至扩大在大企业客户市场的优势。

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 16：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 17：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，随着 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，以及毛利率提升、研发、销售费用率下降，利润率持续提升，当下 PE 可高，我们看好 PS 到 20 倍以上。给予公司 22 年 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 18：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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,344	7,703	8,510	9,859	11,484	14,168	货币资金	4,022	5,531	7,147	7,155	7,686	10,402
增长率		21.4%	10.5%	15.9%	16.5%	23.4%	应收账款	1,860	1,899	1,824	2,118	2,337	2,751
主营业务成本	-1,812	-2,315	-2,942	-3,670	-4,196	-5,227	存货	32	22	23	26	26	30
%销售收入	28.6%	30.0%	34.6%	37.2%	36.5%	36.9%	其他流动资产	1,366	889	1,174	1,163	1,175	1,187
毛利	4,531	5,389	5,567	6,189	7,288	8,942	流动资产	7,279	8,340	10,168	10,463	11,224	14,370
%销售收入	71.4%	70.0%	65.4%	62.8%	63.5%	63.1%	%总资产	51.9%	54.8%	58.0%	58.2%	59.6%	65.0%
营业税金及附加	-95	-110	-113	-136	-162	-193	长期投资	2,406	2,380	2,877	2,927	2,987	3,047
%销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	2,420	2,519	2,510	2,522	2,529	2,531
销售费用	-1,417	-1,649	-1,634	-1,804	-2,090	-2,494	%总资产	17.2%	16.6%	14.3%	14.0%	13.4%	11.4%
%销售收入	22.3%	21.4%	19.2%	18.3%	18.2%	17.6%	无形资产	1,838	1,868	1,779	1,830	1,866	1,918
管理费用	-2,334	-1,465	-1,389	-1,558	-1,757	-2,069	非流动资产	6,755	6,881	7,370	7,508	7,622	7,746
%销售收入	36.8%	19.0%	16.3%	15.8%	15.3%	14.6%	%总资产	48.1%	45.2%	42.0%	41.8%	40.4%	35.0%
研发费用	0	-1,301	-1,630	-1,932	-2,354	-2,876	资产总计	14,034	15,221	17,538	17,971	18,846	22,116
%销售收入	0.0%	16.9%	19.2%	19.6%	20.5%	20.3%	短期借款	3,641	3,314	4,326	3,237	1,737	1,796
息税前利润 (EBIT)	685	864	802	759	925	1,310	应付款项	1,953	2,376	3,198	3,185	3,758	4,580
%销售收入	10.8%	11.2%	9.4%	7.7%	8.1%	9.2%	其他流动负债	1,331	1,658	1,589	1,827	2,065	2,480
财务费用	-169	-110	-118	-122	-120	-112	流动负债	6,925	7,348	9,112	8,250	7,560	8,856
%销售收入	2.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	长期贷款	305	172	45	55	67	80
资产减值损失	-299	-294	36	-1	9	22	其他长期负债	63	49	87	113	117	120
公允价值变动收益	0	0	235	0	0	0	负债	7,293	7,569	9,244	8,418	7,744	9,056
投资收益	72	101	287	300	320	350	普通股股东权益	5,849	6,571	7,173	8,377	9,866	11,759
%税前利润	10.4%	10.6%	20.5%	22.7%	21.0%	17.9%	其中：股本	1,464	1,918	2,504	2,504	2,504	2,504
营业利润	676	943	1,405	1,319	1,520	1,948	未分配利润	1,495	1,786	2,395	3,589	4,978	6,771
营业利润率	10.7%	12.2%	16.5%	13.4%	13.2%	13.7%	少数股东权益	892	1,081	1,122	1,177	1,237	1,302
营业外收支	10	7	-1	3	5	8	负债股东权益合计	14,034	15,221	17,538	17,971	18,846	22,116
税前利润	686	950	1,404	1,322	1,525	1,956	比率分析						
利润率	10.8%	12.3%	16.5%	13.4%	13.3%	13.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-126	-140	-83	-73	-76	-98	每股指标						
所得税率	18.3%	14.7%	5.9%	5.5%	5.0%	5.0%	每股收益	0.266	0.319	0.472	0.368	0.428	0.552
净利润	560	810	1,321	1,249	1,449	1,858	每股净资产	3.995	3.430	2.865	2.578	3.037	3.619
少数股东损益	171	198	138	55	60	65	每股经营现金净流	0.977	1.066	0.529	0.515	0.854	1.101
归属于母公司的净利润	389	612	1,183	1,194	1,389	1,793	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.1%	7.9%	13.9%	12.1%	12.1%	12.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.65%	9.32%	16.49%	14.26%	14.08%	15.25%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	2.77%	4.02%	6.75%	6.65%	7.37%	8.11%
净利润	560	810	1,321	1,249	1,449	1,858	投入资本收益率	5.22%	6.60%	5.95%	5.57%	6.80%	8.32%
少数股东损益	171	198	138	55	60	65	增长率						
非现金支出	512	541	298	230	240	248	主营业务收入增长率	24.06%	21.44%	10.46%	15.86%	16.48%	23.37%
非经营收益	148	5	-408	-129	-140	-178	EBIT增长率	636.84%	26.13%	-7.18%	-5.38%	21.89%	41.69%
营运资金变动	210	686	113	-62	589	830	净利润增长率	97.11%	57.33%	93.26%	0.96%	16.30%	29.07%
经营活动现金净流	1,430	2,043	1,325	1,289	2,138	2,758	总资产增长率	15.46%	8.46%	15.23%	2.47%	4.87%	17.35%
资本开支	-449	-483	-296	-299	-287	-315	资产管理能力						
投资	-2,397	486	-170	-50	-60	-60	应收账款周转天数	89.3	68.3	56.3	50.0	46.0	43.0
其他	105	149	283	300	320	350	存货周转天数	6.7	4.2	2.8	2.5	2.2	2.0
投资活动现金净流	-2,740	152	-183	-49	-27	-25	应付账款周转天数	89.5	71.6	65.3	65.0	63.5	66.0
股权募资	176	232	167	10	100	100	固定资产周转天数	120.7	98.2	107.6	91.9	77.8	62.1
债权募资	1,219	-462	909	-1,052	-1,485	76	偿债能力						
其他	-830	-531	-1,237	-191	-195	-192	净负债/股东权益	-1.13%	-26.73%	-36.15%	-42.75%	-54.97%	-66.98%
筹资活动现金净流	566	-760	-162	-1,233	-1,580	-16	EBIT利息保障倍数	4.1	7.9	6.8	6.2	7.7	11.7
现金净流量	-744	1,434	980	8	531	2,717	资产负债率	51.97%	49.73%	52.71%	46.84%	41.09%	40.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	28	36	82
增持	0	0	3	7	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.10	1.16	1.04

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	2019-08-19	买入	31.20	N/A
2	2019-10-31	买入	29.50	N/A
3	2020-03-30	买入	42.00	49.12~49.12
4	2020-09-02	买入	42.31	49.69~49.69
5	2020-10-23	买入	41.43	62.23~62.23
6	2020-11-01	买入	43.15	N/A
7	2021-01-06	买入	46.60	N/A
8	2021-02-18	买入	43.26	N/A

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402