



Research and
Development Center

用友网络：企业服务新时代，国产龙头 强者恒强

— 用友网络（600588.SH）深度报告

鲁立 计算机行业分析师
执业编号：S1500520030003
邮箱：luli@cindasc.com

罗云扬 计算机行业分析师
执业编号：S1500521010001
邮箱：luoyunyang@cindasc.com

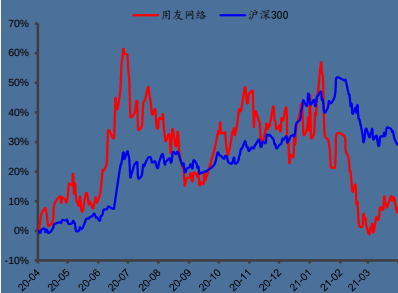
证券研究报告

公司研究

深度报告

用友网络 (600588.SH)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	35.18
52 周内股价	31.59-51.82
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	6.19
总股本 (亿股)	32.71
流通 A 股比例 (%)	99.40
总市值 (亿元)	1,150.68

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

企业服务新时代，国产龙头强者恒强

2021 年 04 月 14 日

本期内容提要：

◆云转型顺利，云收入占比接近 50%。20 年公司云业务实现收入 34.23 亿元，同比增长 73.7%，占“云+软件”收入比重由 27.5%提升至 45.8%，云合同 109,125 万元，较年初增长 83.9%。我们认为，公司云转型顺利开展，收入、合同金额、付费客户数均实现快速增长，且大中型客户续费率高达 98.96%，表明公司云业务对客户服务持续深化，粘性不断增强，看好未来公司云业务持续成为公司业绩增长主要动力。

◆企业服务迈向新阶段，以生态提升客户粘性。全球来看，企业形态已由集团业态向产品平台升级。在传统云/软件产品满足企业内部管理需求的同时，企业更需要利用“云+物+智+链”等技术打通上下游，开创新的业务模式。公司 YonBIP 平台将技术、业务、数据中台化，支撑智能化应用快速落地，同时生态逐渐成熟，联接了海量专业领域 IT 服务商、各级企业，客户一旦进入公司生态体系，将与整条产业链互联互通，不仅提高内部管理效率，还能发现商机，拓宽业务规模。我们认为，随着 YonBIP 的规模化落地，公司云转型进程有望加快，并搭建起国内企业信息服务生态体系，公司作为引领者或将持续扩大市场份额，提升客户粘性。

◆国产化浪潮大势所趋，公司以创新驱动国产化业务增长。公司以数字转型、产业创新为切入点，成功签约包括中国核工业集团、中国建筑、中国船舶等一批大型央企客户，超千万级订单数量与金额分别增长 117%与 121%。我们认为，行业信创不断推进将有利于公司 ERP 与 YonBIP 在央企客户落地，未来超千万级大订单有望不断落地，提升产品能力，良性循环持续受益于软件国产化。同时，大型央企具备产业整合能力，公司 YonBIP 商业创新产品在标杆客户取得成功后，示范效应将有助于公司业务不断向超大型客户所在产业体系内进行拓展，潜在市场空间与拓客效率有望大幅提升。

◆首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 101.94/147.16/213.38 亿元，归母净利润分别为 11.92/14.32/17.77 亿元，市盈率 P/E 为 96/80/65 倍。公司是国内企业信息服务龙头厂商，全新 YonBIP 商业创新平台产品体系彰显技术实力。在企业 IT 行业云化、智能化、国产化等趋势下，有望做到强者恒强，业绩实现快速增长。给予“买入”评级。

风险提示：1、产品研发不及预期，云转型进展缓慢。2、竞争加剧，生态搭建受阻。3、国产替代不及预期。4、宏观经济下行导致下游客户 IT 支出减少。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	8,510	8,525	10,194	14,716	21,338
增长率 YoY %	10.5%	0.2%	19.6%	44.4%	45.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,183	989	1,192	1,432	1,777
增长率 YoY%	93.3%	-16.4%	20.6%	20.1%	24.1%
毛利率%	65.4%	61.0%	62.1%	62.3%	62.8%
净资产收益率 ROE%	16.5%	13.1%	13.6%	14.1%	14.9%
EPS (摊薄) (元)	0.36	0.30	0.36	0.44	0.54
市盈率 P/E (倍)	78.52	145.15	96.50	80.37	64.76
市净率 P/B (倍)	12.95	19.02	13.17	11.32	9.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 13 日收盘价

目 录

与市场不同的观点.....	5
产品云化全面升级，互联互通时代构建企业服务生态圈.....	6
深耕企业服务 30 余年，产品不断迭代.....	6
业绩情况：云收入持续高增长.....	8
股权激励不断，深度捆绑员工与公司利益，坚定云转型.....	10
企业服务走向数智化、互联互通化，公司业务进入新台阶.....	12
由内向外，企业信息服务边界外拓.....	12
存异而求同，一体化、协同化发展是主旋律.....	13
生态圈将保证云业务收入可持续性与客户粘性.....	15
云时代国产产品竞争力提升，替代空间巨大.....	18
技术代差正在缩小，国产化浪潮大势所趋.....	18
公司云产品显能，多个国产化项目落地.....	20
盈利预测、估值与投资评级.....	22
盈利预测及假设.....	22
估值与投资评级.....	23
风险因素.....	24

表 目 录

表 1：公司传统企业服务产品体系（除金融业务以及 YonBIP 平台）.....	6
表 2：公司股权激励情况.....	11
表 3：企业服务细分领域相关公司.....	14
表 4：《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》.....	14
表 5：《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策》梳理.....	19
表 6：国产 ERP 替代空间测算.....	20
表 7：公司国产化项目案例.....	21
表 8：公司分项目收入假设.....	22
表 9：公司成本假设.....	23
表 10：公司云业务估值.....	23
表 11：公式非云业务估值.....	23

图 目 录

图 1：公司发展历程及历年营业收入/增速.....	6
图 2：公司 YonBIP 产品体系.....	7
图 3：公司 YonBIP 产品体系.....	8
图 4：公司历年营业收入及增速.....	8
图 5：公司扣非净利润及增速.....	8
图 6：公司云业务收入及增速.....	9
图 7：公司 20 年云业务收入占比.....	9
图 8：公司历年毛利率与净利率.....	9
图 9：公司历年三项费率.....	9
图 10：公司研发投入保持高位.....	10
图 11：公司研发人员数量及占比.....	10
图 12：公司股权结构.....	10
图 13：中国企业发展阶段.....	12
图 14：2019-2024 信息服务行业云与传统软件收入增速.....	13
图 15：平台即服务占比提升.....	13
图 16：新兴技术在各主要行业发展趋势.....	13
图 17：商业创新平台助力企业向产业平台演进.....	15
图 18：国家工业企业利润总额占比（按规模）.....	16
图 19：公司大型企业客户案例.....	16
图 20：公司四大中台.....	16
图 21：YonBuilder 低代码开发平台.....	17
图 22：YonLinker 友企连.....	17
图 23：精智用友工业互联网平台数据.....	17
图 24：公司云服务生态.....	17
图 25：新的企业管理设计思路.....	18
图 26：SAP 历年亚太地区除日本收入与增速.....	19
图 27：中国高端 ERP 市场格局.....	19

图 28: 公司产品实现全国产体系适配.....	20
图 29: PE band.....	24

与市场不同的观点

云转型进展：公司因对主要客户为大型企业，客户定制化需求繁多，产品标准化程度相对较低。同时，大型企业客户尤其国/央企对数据安全性要求更高，购买云服务解决方案时多采纳私有云模式，两大原因造成公司云转型进度落后于友商。我们认为，多年为大型客户的服务经验是的公司产品体系更为完善，能为客户提供多元化服务，短期云化进展阻力较大但长期空间更大。

混合云客户粘性：市场普遍对公司向大客户提供的混合云服务商业模式有疑虑，认为这与传统软件模式差异度不大，客户粘性不足，难以形成可持续收入。而我们认为，公司 YonBIP 平台将技术、业务、数据中台化，支撑智能化应用快速落地，同时生态逐渐成熟，联接了海量专业领域 IT 服务商、各级企业，客户一旦进入公司生态体系，将与整条产业链互联互通，不仅提高内部管理效率，还能发现商机，拓宽业务规模。随着加入企业数量增加，该生态体系客户粘性亦能随之提升，并逐渐向公有云模式转化，形成正反馈循环。

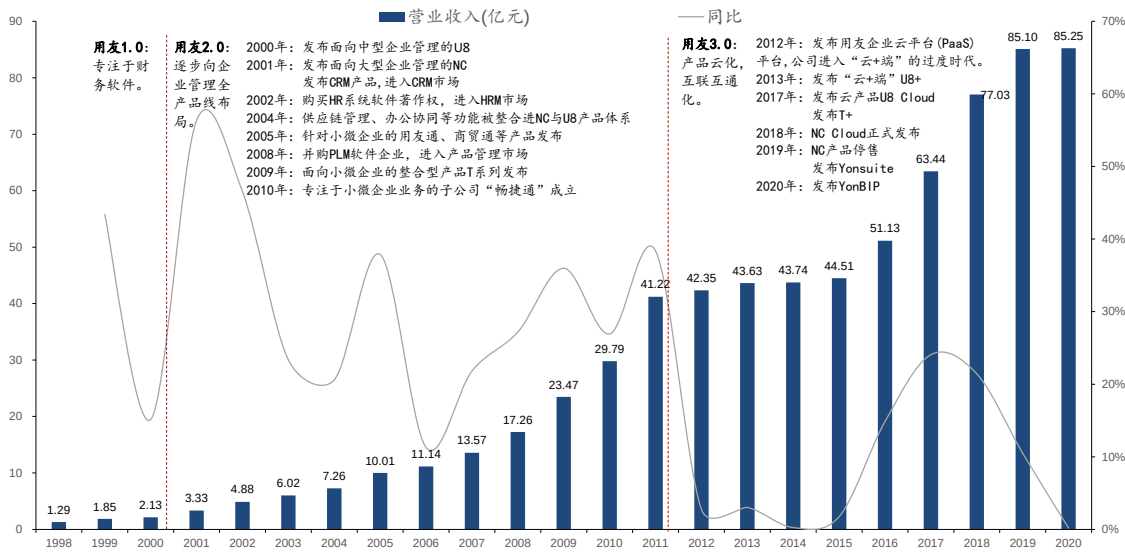
国产 ERP 替代可行性：市场对公司能否在大型央企市场替代 SAP/Oracle 持仍怀疑态度，虽有国家政策大力支持，但认为技术差距难以弥补，替代或仅存在于非核心的外围系统。而我们认为，云计算、人工智能等新兴技术带来了企业服务的变革，ERP “精干化” 趋势使得，国际厂商在流程设计与并发数据处理上的技术壁垒减弱，高端软件领域国产化替代可行性提升。同时，公司以 YonBIP 的产业级、智能化的服务为大型央企客户带来专注于内部管理的 ERP 产品无法触及的服务，帮助客户打通上下游，实现数据联接，开拓新盈利模式，公司目前国产化案例目前已在多个行业、多类系统落地，看好未来持续深化。

产品云化全面升级，互联互通时代构建企业服务生态圈

深耕企业服务 30 余年，产品不断迭代

公司是国内企业信息服务龙头。公司成立于 1988 年，2000 年以前专注于财务软件系统，在国内财务软件领域市占率第一。2000 年起公司陆续发布 U8、NC 等 ERP 产品，通过自研与并购结合，由单一财务软件厂商逐步转变为覆盖企业信息服务全场景的综合型软件厂商。2012 年，公司首次发布用友企业云平台（PaaS），彼时提供“云+端”的解决方案，公司进入云与传统软件共存的过度阶段。2017 年，随着 U8 Cloud 与 NC Cloud 的陆续发布，公司正式成为企业级 SaaS 服务商，2019-2020 年，Yonsuite 与 YonBIP 的发布标志着公司更进一步，走向数字化、智能化时代。

图 1：公司发展历程及历年营业收入/增速



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

产品体系完善，已全面实现云化升级。经过 30 余年积累，公司软件产品已经全面覆盖财务、人力、办公、营销、采购、生产等企业各方面管理需求。相应的云化产品在集成原有应用基础上，实现了平滑快捷部署、多终端适配以及互联互通的功能，在“云大物移智”技术蓬勃发展时代，真正具备了帮助企业实现数智化转型升级的能力。

表 1：公司传统企业服务产品体系（除金融业务以及 YonBIP 平台）

	软件产品	云产品
大型企业	用友NC(已停售) 大型企业管理与电子商务平台	NC Cloud 大型企业数字化平台，深度应用新一代数字技术，打造开放、互联、融合、智能的一体化云平台，聚焦数字化管理、数字化经营、数字化商业等三大企业数字化转型战略方向，提供涵盖数字营销、智能制造、财务共享、人力共享与协同，智慧采购、数字中台等18大解决方案，帮助大型企业全面落地数字化。该产品100%国产化适配。
	用友U9 大中型离散制造业企业管理平台	
	用友PLM 企业研发与管理平台	
	用友CRM 智能化销售与售后赋能工作台	
中型企业	整体：一站式提供财务、营销、制造、采购、设计、协同、人力等领域的“端+云”服务。	U8 Cloud 在U8+或T+的基础上，融合用友云服务，实现企业互联网资源连接、共享、协同，总结起来有三点： 1. 全面云化：云部署形式成本平滑，升级迭代便捷 2. 多终端适配：多种功能可在移动端、车端使用 3. 互联互通：开源API支持企业与产业链有机联动
	智慧制造：智能物流、智能工厂、智能计划、智能质量、智能数据采集、智能预警监控	
	数字营销：将线上与线下业务融为一体，为企业建立前中后台一体化的数字营销平台	
	智慧财税：费用报销、电子发票管理、电子会计档案、银企联云支付、移动应用等	
小微企业	T1 面向微型企业，专注商品进销、库存及财务	T+ Cloud
	T3 面向小型企业，业财税一体化管理	
	T6 面向成长企业，在财税基础上融合人力、办公协同等功能	
	T+ 除满足企业对本地业务管理需求外，还帮助企业对异地仓库、办事处、门店、分支机构进行管控	
	G系列 面向乡县级G端客户的财务管理系统	

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

YonBIP 商业创新平台：中台化、产品化、生态化。2020 年 8 月 6 日，公司战略级新品 YonBIP 用友商业创新平台盛大发布，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。我们认为 YonBIP 做到了三点升级：1. 中台化，公司将多年研发积累下来的技术模块化，将业务经验数据化，将服务微粒化，做到新应用敏捷开发，快速调用。2. 产品化，公司基于软件时代的业务积累，形成了针对细分企业管理场景的领域云产品，各产品间相互联接。面向中小、小微企业，领域云相互融合以输出集成型产品，面向大型企业客户，亦可在中台与领域云支撑下，根据行业特性与客户需求，提供全方位定制化企业管理解决方案。3. 生态化，目前公司云生态包括会计家园、开发者社区、API 接口、云市场四大模块，集业务交流、技术开源、数据共享、产品交易于一体，引领行业走向合作共赢。

图 2：公司 YonBIP 产品体系



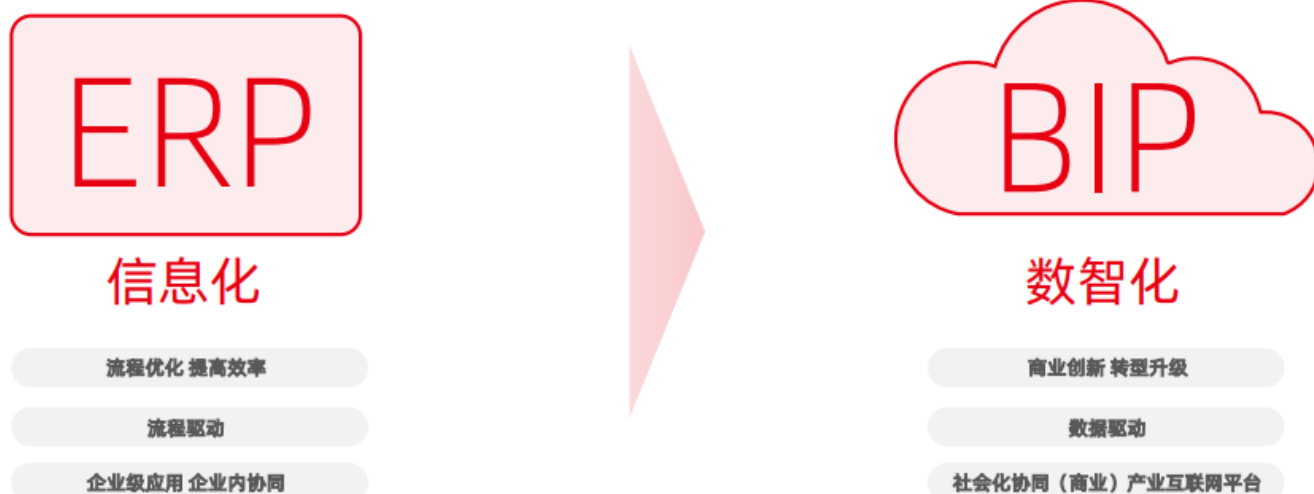
资料来源：公司官网、信达证券研发中心

YonBIP 有望加快公有云转型进程。目前公司的 YonBIP 基于长期业务沉淀，已经形成了包括财务、人力、办公协同、供应链等 11 个领域云标准化产品，覆盖企业经营、内部管理、业务开展等各个场景。在此基础上，面向不同规模企业输出针对性的一体化产品，如针对成长型企业的 Yonsuite。同时 luap 云平台，已将技术、数据、业务中台化，可实现定制化需求敏捷开发与快速落地。我们认为，随着 YonBIP 的规模化落地，公司云转型进程有望加快，并搭建起国内企业信息服务生态体系，公司作为引领者或将持续扩大市场份额，提升客户粘性。

图 3：公司 YonBIP 产品体系

上一代企业信息化系统

新一代商业创新平台

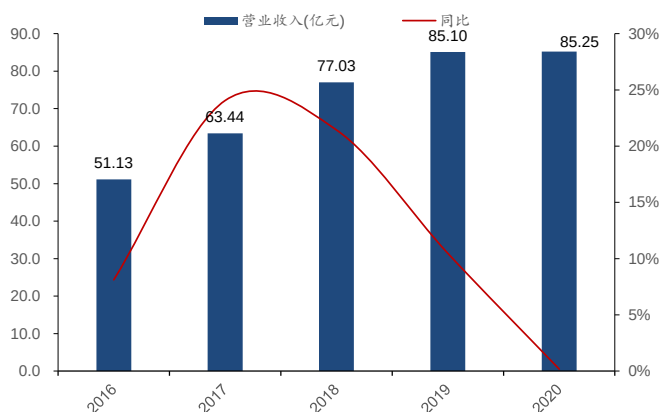


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

业绩情况：云收入持续高增长

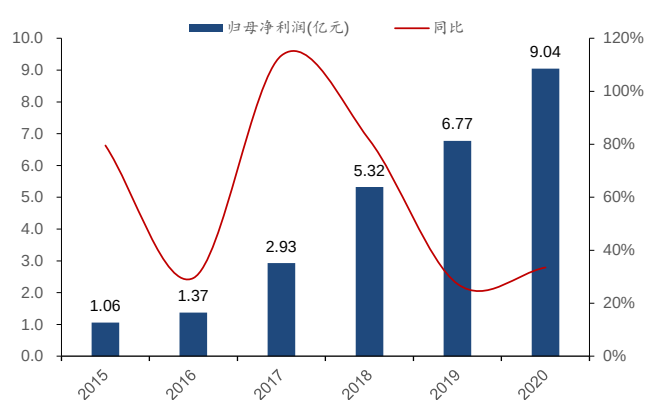
疫情影响渐消，业绩逐季改善。2020 年 Q1-4 公司收入增速分别为-13.1%/-9.7%/-1.6%/11.6%，扣非净利润增速分别为-357.6%/-26.7%/56.8%/90.7%，前期受疫情影响的业绩改善趋势明显。公司上半年业绩大幅下滑的主要是因疫情冲击，传统软件业务在项目建设与交付受到较大负面影响，其中，大中型企业客户采购延后，部分中小企业软件因经营效益下滑则减少了软件采购计划。另一方面，由于新会计准则执行，公司软件开发等业务无法按完成进度确认收入，加剧了项目交付延缓对表观业绩的负面影响。

图 4：公司历年营业收入及增速



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 5：公司扣非净利润及增速

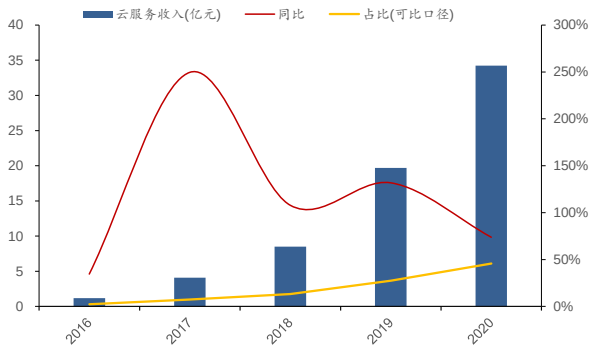


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

云服务业务收入占比持续提升，大中型客户续费率接近 100%。2020 年，公司云业务实现收入 34.22 亿元，同比增长 73.7%，占“云+软件”收入比重由 27.5%提升至 45.8%，云合同 109,125 万元，较年初增长 83.9%。第四季度，公司云服务业务实现收入 20.42 亿元，同比增长 71.9%。细分来看，小微企业云收入 2.41 亿元，同比增长 65.2%，续费率为 71.68%。

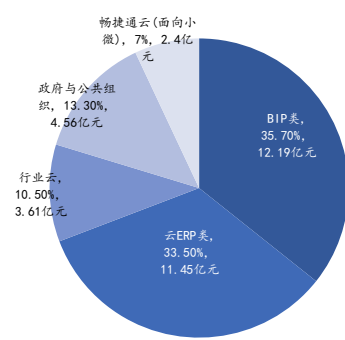
大中型企业云收入 31.81 亿元，同比增长 74.4%，续费率高达 98.96%（其中，政府与其他公共组织云收入 4.56 亿元，同比大幅增长 127.2%；余下大 B 端云收入 27.26 亿元，同比增长 67.9%）。截至 20 年 12 月，公司云服务业务的累计付费企业客户数为 60.16 万家，相比 19 年同期增长 17.5%。我们认为，公司云转型顺利开展，收入、合同金额、付费客户数均实现快速增长，且大中型客户续费率高达 98.96%，表明公司云业务对客户服务持续深化，粘性不断增强，看好未来公司云业务持续成为公司业绩增长主要动力。

图 6：公司云业务收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

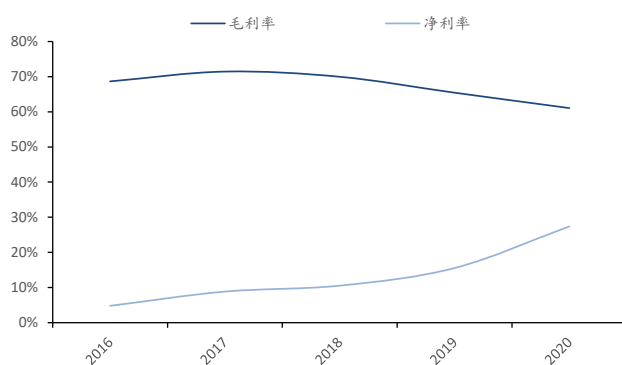
图 7：公司 20 年云业务收入占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

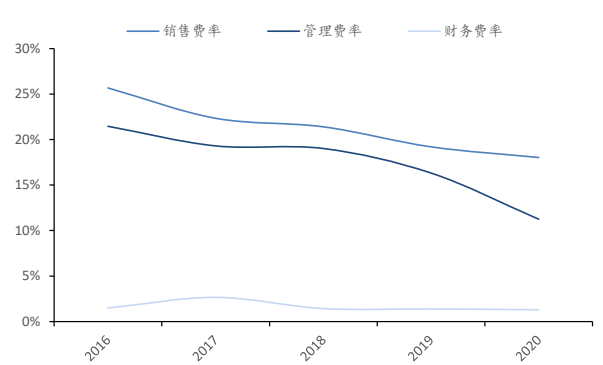
费用率管控合理，业务结构调整毛利率短期下滑。公司 2020 年毛利率下滑 4.4pct，主要是公司将投融资业务逐步清退所致。同时定制化技术服务比例有所上升，公司正处于云转型关键期，大型企业客户因自身规模原因，在向云升级过程中对新技术、新模式需要一定时间进行熟悉，公司针对新产品的“试用性”定价或在短期内处于较低水平，但未来随着新产品逐渐普及，公司毛利率有望回升。费用率方面，公司坚持以提供高价值产品为核心，销售与管理费率呈逐年下降趋势。

图 8：公司历年毛利率与净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

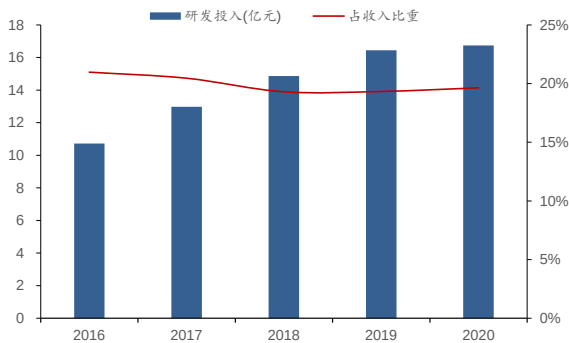
图 9：公司历年三项费率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

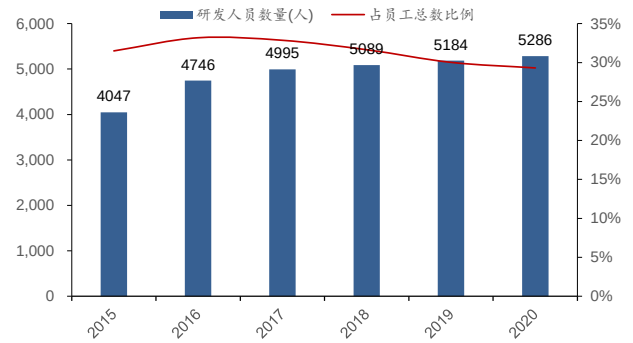
持续投入研发，静待云转型完成。公司历年来研发费用占收入比重维持在 17%-20% 左右，持续深化产品优化。2020 年 9 月，公司发布非公开 A 股股票定向募集资金公告，拟募集近 46 亿元（其中 33.5 亿元为技术开发费用）建设基于新一代数字化、智能化技术的商业创新平台 YonBIP。YonBIP 有效地融合具有先进性和高可用性的 YonBIP 云平台以及具有公共与关键应用和服务的 YonBIP 领域云。通过使用 YonBIP，企业（包括其中的各类各级组织与角色）、相关组织与个人可以简单、便捷、按需、随时、随地开展商业创新，使商业创新超越了技术、商业两道专业屏障，变得更加简便化、大众化、社会化。**我们认为，新一代云产品集公司技术与经验于大成，产品正式铺开后，有望加速公司云转型进程，扩大业务规模，优化收入结构，实现收入与利润同步高增长。**

图 10：公司研发投入保持高位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：公司研发人员数量及占比

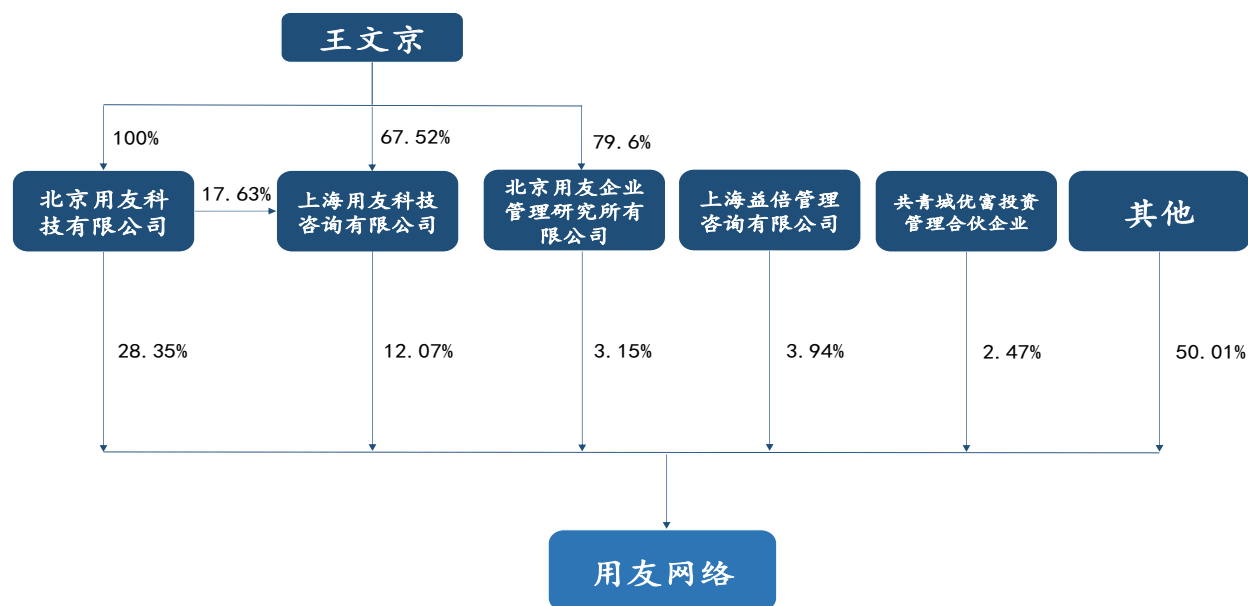


资料来源：Wind，信达证券研发中心

股权激励不断，深度捆绑员工与公司利益，坚定云转型

董事长兼任总裁，加快推进云转型。2021 年 01 月 04 日，公司公告董事会决议，决定聘任董事长王文京先生兼任公司总裁，任期至 2022 年股东大会止，即任期为 2 年。2020 年新冠疫情冲击，全球经济形势发生巨大变化，我国提出“双循环”发展战略，其中能够自立的科技创新与产业链优化升级是关键点，用友所处的企业信息服务赛道迎来国产化、数字化、智能化机遇。我们认为，作为用友创始人，王文京董事长选择这一时间节点，兼任公司执行总裁，是公司为把握市场机遇，加大核心业务优先资源配给，坚定推进云转型的重要战略决策，未来 2 年任期内，公司云转型有望进一步加快。

图 12：公司股权结构



资料来源: Wind、信达证券研发中心

针对高技术人才持续推出员工股权激励, 坚定云战略。公司历年来持续推出股权激励, 深度绑定核心团队与公司股东利益。从股份数量来看, 此次回购用于激励的股份在 1428.6 至 2380.9 万份区间, 力度与 20 年持平。从考核指标来看, 19 年公司开始仅针对公司核心的云与软件业务收入进行考核, 20 年首次引入云收入与扣非净利润目标, 战略规划逐渐明晰。我们认为, 公司对云转型的发展战略坚定不移, 此次回购规模力度较大, 有利于进一步坚定内部云转型信心。同时, 从历年来考核目标变化以及公司 20 年发布新一代公有云 YonBIP 产品来看, 未来员工激励考核目标有望加入对公有订阅式云收入指标, 公司云收入质量或将快速提升。

表 2: 公司股权激励情况

	2017	2018	2019	2020
限制性股票份数(万份)	3846.6	88.4	141.2	1848.1
激励对象数(名)	1428	28	150	1696
期权份数(万份)	1905.7	44.2	70.6	496.33
激励对象数(名)	1408	28	150	38
业绩目标针对指标	总收入	总收入	云+软件收入	总收入、云+软件收入、云收入、扣非净利润
2018年股权激励目标	以2016年收入(51.13亿元)为基数, 18-20年收入增速分别不低于20/30/40%			
对应年份收入目标		2018	2019	2020
		61.36	66.47	71.59
完成度	18-19年完成, 2020年完成			
2019年股权激励目标	“云+软件”收入: 2019年不低于69亿, 并以2019年为基数, 20/21年“云+软件”增速大于10/20%			
对应年份“云+软件”收入目标		2019年实际值	2020	2021
		71.65	78.82	85.98
完成度	19年完成, 2020年受疫情影响未能完成			
2020年股权激励目标_限制股票	“云+软件”收入: 以2019年为基数, 21/22年“云+软件”增速大于20/30%			
对应年份“云+软件”收入目标		2019年实际值	2021	2022
		71.65	85.98	93.15
2020年股权激励目标_期权	22年总收入147亿元, 云收入98.37亿元, 扣非13.23亿元, 23年收入同比增速高于10%			

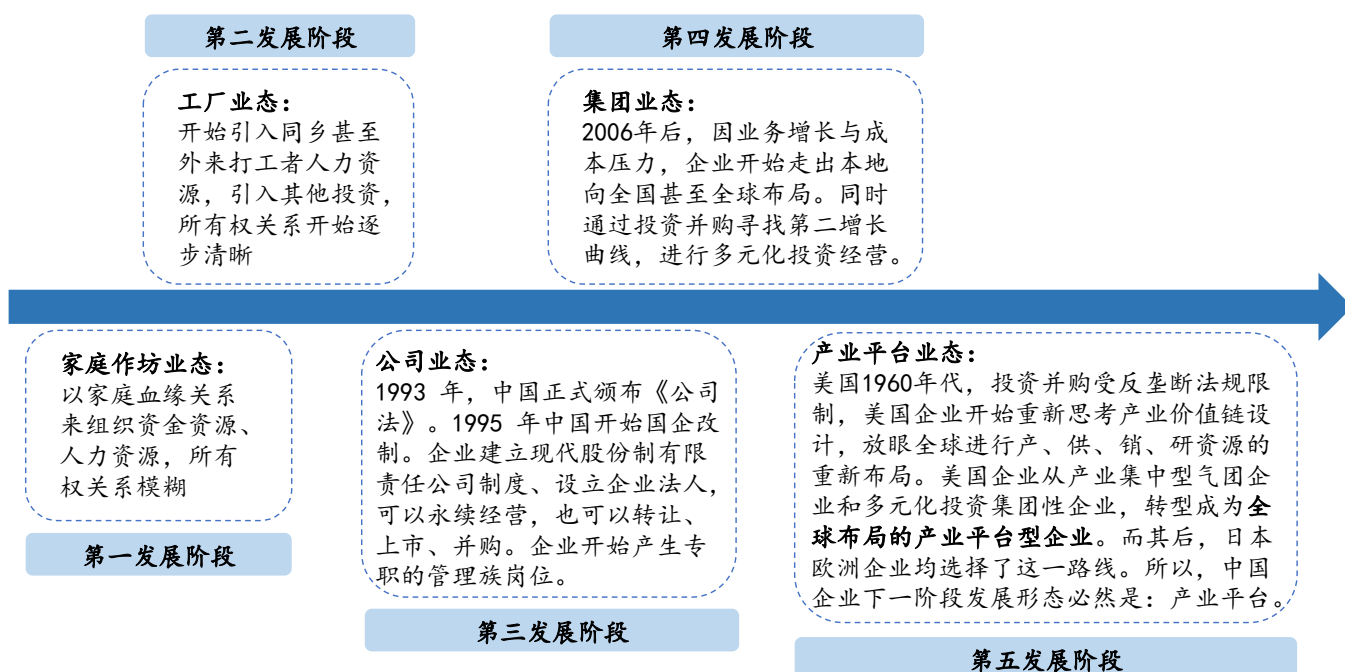
资料来源: Wind、信达证券研发中心

企业服务走向数智化、互联互通化，公司业务进入新台阶

由内向外，企业信息服务边界外拓

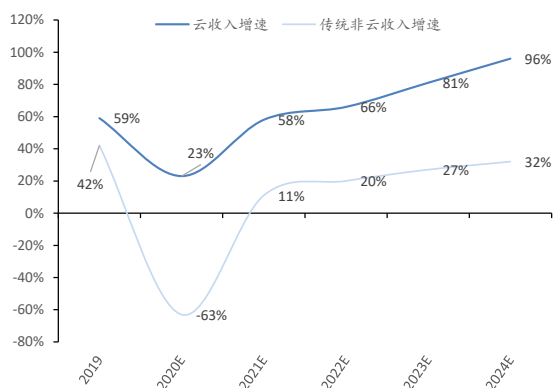
我国企业正向“产业平台”业态演进。我国企业业态从家庭作坊式历经多年发展，目前已经是集团化多元投资模式，未来将向产业平台业态进化。“产业平台”即在公司内部管理，本土业务开展基础上，将视野向全球着力，对产、供、销、研的产业链整体资源进行重新整合。多年来，欧美以及日本的大型跨国企业经过缜密的顶层设计，激烈的市场竞争与资本运作，已经发展到了“产业平台”业态。我国目前正处于产业平台化初期，但在信息时代，借助互联网等新兴技术力量，可直接连接消费者、连接产业上下游、面对全球市场、“24x7”运营，具有天然的产业网络整合的先进性。我们认为，我国企业业态演进已经进入第五阶段，信息技术服务商将在此过程中起到关键作用，助力中国企业实现弯道超车。

图 13：中国企业发展阶段

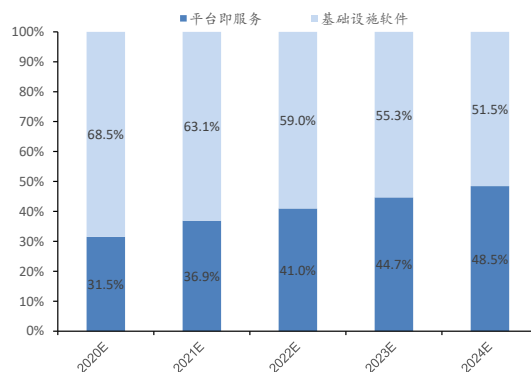


资料来源：用友研究院、信达证券研发中心

IT 架构加速向云原生转变，平台化服务或成主流。Gartner2020 年度 CIO 调查显示，Gartner 预测，经历了新冠疫情之后，为更好地满足弹性需求，企业云转移 IT 支出将加快，2020-2024 年全球云 IT 收入将持续上升，复合增速接近 75%，远高于传统非云 IT 收入。同时，平台即服务（PaaS）预计将逐步成为主流。

图 14：2019-2024 信息服务行业云与传统软件收入增速


资料来源：Gartner，信达证券研发中心

图 15：平台即服务占比提升


资料来源：Gartner，信达证券研发中心

存异而求同，一体化、协同化发展是主旋律

新形势下,各行业对新兴技术的需求有差异。各行业在技术驱动下均衍生出各类新需求,例如在农业领域,对消费者的质量保证成为最主要诉求,而计算机视觉、无人机、区块链等技术提供了解决路径。不同行业的需求有差异,但总结起来:产品方面,智能化、便携化,业务营业场景智能化、无人化成为主流;技术方面,人工智能感知计算、人工智能认知计算、深度学习技术被广泛地深度地应用到企业日常业务当中;经营方面,业务在线化开展、全球化开展成为主流;客户关系方面,随时随地客户识别、实时连接客户、用户行为跟踪、实时与客户互动、精准客户画像、智能化个性化客户服务成为主流。

图 16：新兴技术在各主要行业发展趋势


资料来源：用友研究院、信达证券研发中心

企业信息服务细分领域繁多，特定应用专业性强。随着企业业态进入集团化阶段，对于企业信息服务需求不断精细化，针对不同行业、不同组织模块，软件/云服务产品均需要进行基于业务场景的开发。而到未来产业平台业态发展阶段，纷繁复杂的功能模块需要最终形成一整套系统，同时具备敏捷开发的能力，以适应变化快速的商业环境。

表 3：企业服务细分领域相关公司

领域	子领域	相关公司与产品	领域	子领域	相关公司与产品	领域	子领域	相关公司与产品
CRM	SCRM	六度人和	垂直行业	餐饮	二维火	财税	财务共享中心	元年
	销售管理	销售易		美业	一禾美云		企业资金管理	司库立方、九恒星、拜特
	云客服	智齿		服装行业	百胜软件		电子发票	百望云、高灯
	云呼叫中心服务	容联、Udesk		建筑行业	广联达		费控报销	易快报、汇联易
营销	程序化购买服务	品友互动	工业软件	地产行业	明源云	人力资源	代账	云账房
	广告投放效果监测服务	秒针和 AdMaster		金融行业	恒生电子		代账服务	慧算账、哗里响
	电子海报和电子名片	易企秀、加推		钢铁行业	宝信软件		税务信息化	税友、方欣
	电子表单	金数据		医疗行业	卫宁软件		人力资本管理	北森、智思云、肯耐珂萨
	微官网	微盟	IT技术	自动化	和利时、浙大中控	协同办公	招聘	大易云、摩卡
	客户体验调查	问卷网		CAD	数码大方、中望		招聘、兼职、社会化用工	斗米兼职、BOSS 直聘
	会议活动	赛诺贝斯、31 会议		MES	黑湖智造		人才测评服务	北森
	企业直播	微吼、目睹		低代码开发工具	Dcloud、阿里宜搭		培训学习	小鹅通
	用户行为跟踪服务	神策、易观千帆	IT技术	RPA	达观数据、云扩	OA	考勤管理	盖雅
	营销自动化	智趣百川		移动消息推送	个推、极光		薪资管理	薪人薪事、易路
零售商贸	大数据驱动营销服务	火眼云、天眼查		数据库	PingCAP、涛思数据		员工福利服务、社保服务	点滴关怀、金柚网
	零售	有赞、石基信息		大数据技术平台	星环、Kyligence	移动协同平台	泛微、致远、蓝凌	
	电商 ERP	光云、聚水潭	IT技术	商业智能	帆软、思迈特		移动协同平台	阿里钉钉、腾讯企业微信、字节跳动飞书
	订货	订货宝、51 订货		大数据处理	TalkingData、明略数据、		团队协作	Teambition
	采购	商越、汉得云		APM	博睿宏远		协作文档	金山 WPS、石墨文档、福昕 PDF
	分销渠道管理	外勤 365、赢销通	IT技术	工商服务	公司宝		电子签名与电子合同	法大大、E 签宝
	仓储物流	oTMS: 科箭、唯智、富勒		商旅采购服务	中航易购、分贝通			
	外贸管理	小满	IT技术	印刷设计	阳光印网、猪八戒			

资料来源：用友研究院、信达证券研发中心

政策推动形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系。2020 年 4 月，国家发改委联合中央网信办发布《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》，提出“在已有工作基础上，大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打造数据供应链，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系”。我们认为，“上云用数赋智”是国家基于技术、产业等因素对中国云服务行业下一步发展所提出的全新规划，相比 2020 年，2021 年疫情、国际形势等基本趋于稳定，下游企业数字化转型需求旺盛，以公有云为基础的企业云服务将向平台化、生态化、数智化方向蓬勃发展。

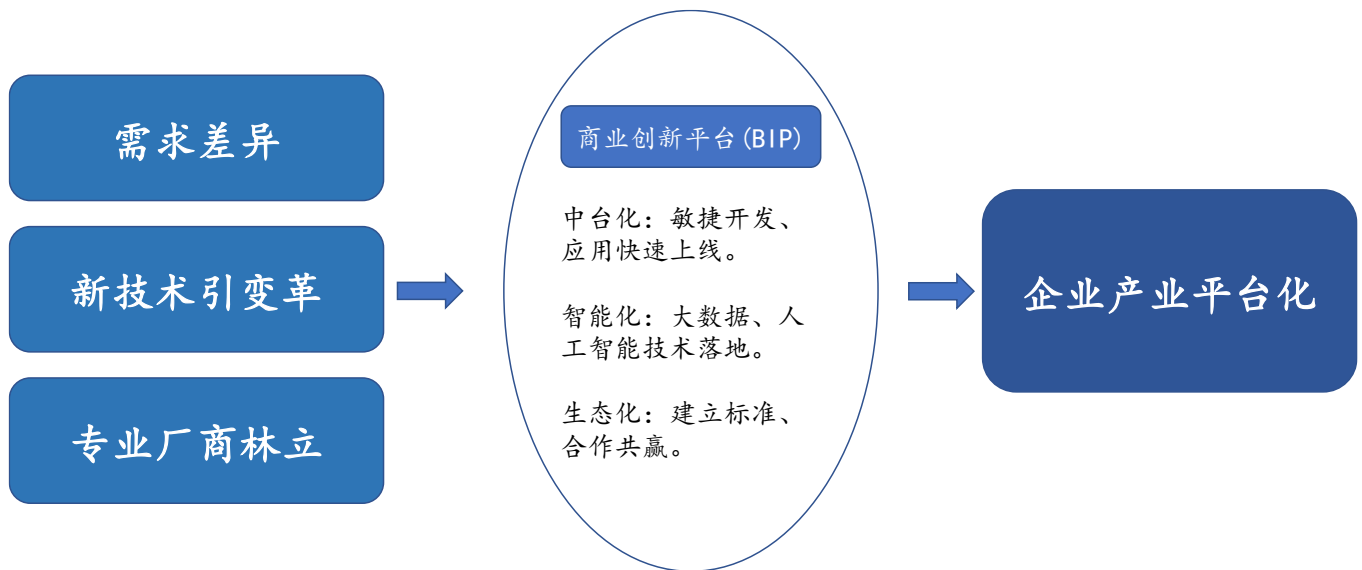
表 4：《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》

文件	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》
时间	2020年4月7日
单位	国家发展改革委、中央网信办
发展目标	打造数字化企业：在企业“上云”等工作基础上，促进企业数字化转型。支持平台企业帮助中小微企业渡过难关，提供多层次、多样化服务，提升企业发展活力。 构建数字化产业链：打通产业链上下游企业数据通道，促进全渠道、全链路供需调度和精准对接。 培育数字化生态：打破传统商业模式，通过产业跨界融合，着力推进农业、工业服务型创新，培育新业态。以数字化平台为依托，构建“生产服务+商业模式+金融服务”数字化生态，形成数字经济新实体，充分发掘新内需。
核心关键点	1. 筑基础，夯实数字化转型技术支撑。 2. 搭平台，构建多层联动的产业互联网平台。 3. 促转型，加快企业“上云用数赋智”。 4. 建生态，建立跨界融合的数字化生态。 5. 强服务，加大数字化转型支撑保障。

资料来源：发改委、网信办、信达证券研发中心

两会：加快数字化建设，鼓励领军企业组建创新联合体。2021 年两会，政府工作报告中指出：“加快数字化发展,打造数字经济新优势,协同推进数字产业化和产业数字化转型；鼓励领军企业组建创新联合体”。我们认为，在新技术趋势下，协同发展不仅仅停留于城市间交通、产业分工、人员流动的一体化，更是需要跨行业、跨领域对全社会资源进行整合与调配。协同发展需要有一“领头者”来构建生态，而公司YonBIP便是中台化、智能化、生态化的产业平台，有望引领中国企业信息服务。同时，政府报告中亦指出“延续执行企业研发费用加计扣除75%政策,将制造业企业加计扣除比例提高到100%,用税收优惠机制激励企业加大研发投入”，公司下游企业IT投入有望持续加大。

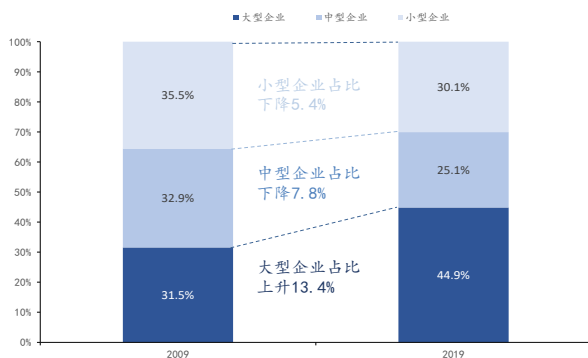
图 17：商业创新平台助力企业向产业平台演进



资料来源：信达证券研发中心

生态圈将保证云业务收入可持续性与客户粘性

大型企业对行业起引领作用，公司优势显著。根据国家统计局数据，2019 年我国大型工业企业营业收入占全体工业企业收入比重为 42.3%，相比 2009 年提升 8.9%，大型企业在国民经济中的地位逐年提升。我们在前文阐述了我国企业业态将逐渐从集团走向产业平台，在这一进程中，需要大型企业对所属行业进行整合。公司大型企业客户收入占比约在 7 成左右，拥有丰富的服务经验。公司抓住大型企业集团管控、共享服务、数字营销、智能制造、产业互联等数字化转型机会，实现了面向大型企业云服务业务的规模化销售，成功签约华新丽华、中免集团、厦门航空等一批大型综合性集团企业。我们认为，企业业态迎来变革之际，大型企业将对产业升级起到引领作用，并充分受益，而公司在国内大型企业信息服务端竞争优势显著。

图 18：国家工业企业利润总额占比（按规模）


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 19：公司大型企业客户案例

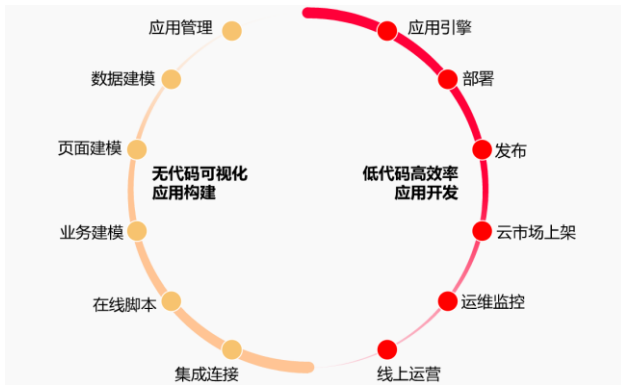

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

中台化业务布局，灵活适配。公司目前业务正逐步向中台布局，新发布的 YonBIP 拥有技术中台、数据中台、业务中台、智能中台四大模块。其中技术中台是基于云原生技术，集容器云、DevOps、服务治理、诊断与运维工具为一体的综合技术支撑平台。技术平台是在继承原有的云基服务基础上，深入践行 DevOps 理念，更新容器编排系统，全方位监控业务应用，针对影响系统稳定性的问题做深入优化，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，助力企业实现数字化转型。在此基础上，智能与数据中台提供大数据与人工智能增值服务，业务中台针对特定领域或行业，帮助企业通过无代码配置，适应企业个性化业务的需求。

图 20：公司四大中台


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

YonBuilder 与 YonLinker 整合产、供、销、研资源。作为 YonBIP 商业创新平台的一部分，公司新产品体系不仅基于自身能力与渠道为客户提供服务，更是发布开发者发布了 YonBuilder 与 YonLinker 两款子产品。其中，YonBuilder 实现了无代码或低代码应用构建与开发，能够让真正的业务部门参与到开发环节中，部署最贴合需求的应用服务。而 YonLinker 则打通了整条产业链流程，助力企业进行社会化协同。

图 21: YonBuilder 低代码开发平台


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 22: YonLinker 友企连

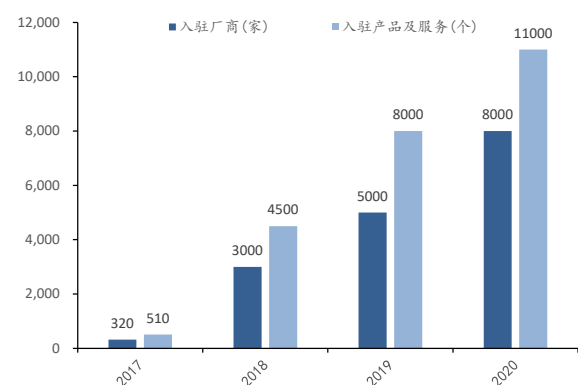

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

生态圈日趋成熟，未来客户粘性将持续提升。2017-2020 年 Q3 公司云市场入驻生态伙伴从 320 家增长至 7500 家，入驻产品及服务从 510 增长至 11000 个，借助 YonBuilder 开发并发布的产品已超过 80 个，生态圈逐步走向成熟。我们认为，新兴技术与企业产业平台业态发展的趋势下，企业客户进入公司产品体系与生态圈后，能够快速建立起适应新形势下的经营体系，与产业链融合。未来随着生态伙伴与企业客户数量增多，公司生态圈将进入正反馈循环，驱动公司业绩不断增长。

图 23: 精智用友工业互联网平台数据

精智 用友工业互联网平台	
平台用户数:	637.6万人
活跃用户数:	198.1万人
平台开发者数:	35829人
活跃开发者数:	5707人
工业企业总数:	467044家
其中: 大型企业	6164家
中小型企业	460880家
工业设备总数	869614台
生态伙伴数	6229家
生态APP数	9213个

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 24: 公司云服务生态


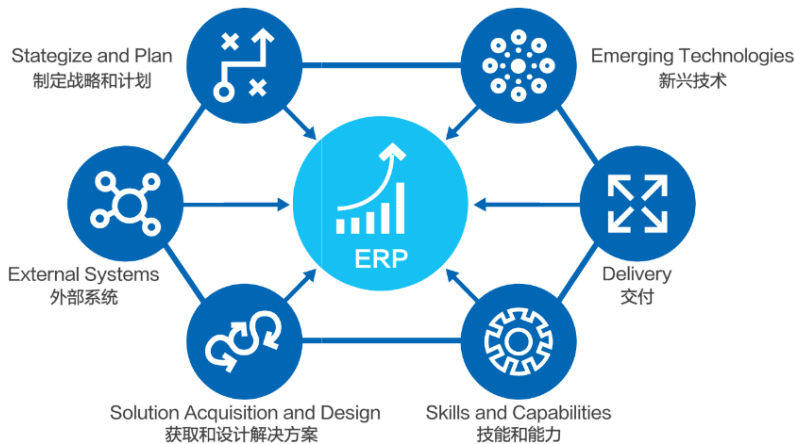
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

云时代国产产品竞争力提升，替代空间巨大

技术代差正在缩小，国产化浪潮大势所趋

ERP“精干化”，国际传统ERP龙头厂商优势被弱化。传统ERP时代，SAP与Oracle等国际龙头厂商产品相比国产厂商最显著的优势主要在于软件底层架构设计更加成熟，足以支撑多种功能集成，而国产厂商因技术限制，无法承载大量业务数据运行，导致运行缓慢。而在EBC时代，因为新兴技术的涌现，信息化架构及应用程序有了本质的变化，ERP原有设计中的商业流程被精简和优化，成为全新的、支撑企业核心流程（例如计费 and 薪资）的平台，此平台有两个基本特征：1、经过精心的配置，能有效支持组织的数字化平台。它可以快速连接信息、应用程序、利益相关者以及流程，以支持数字业务。2、此平台将支持企业将资源导入到差异化平台和创新平台。由此一来，原来的ERP将会从“包罗万象的ERP”变成“精干的ERP”。我们认为，在ERP精简化趋势将在一定程度上弱化国际厂商技术壁垒，国产厂商在EBC时代有望实现弯道超车。

图 25：新的企业管理设计思路



- **新兴技术：**决定是否由组织现有的ERP厂商提供AI、机器学习、聊天机器人、IoT、机器人流程自动化（RPA）和事件处理等新技术。
- **交付：**不断进化的实施、支持和升级流程最大程度地提高混合云/本地系统的敏捷性和稳定性。
- **ERP技能和能力：**升级组织的角色、结构和管理方式，以管理云和本地解决方案的混合体系。
- **获取和设计解决方案：**选择、构建和配置ERP以使其与EBC保持一致，以实现最佳的业务结果。
- **外部系统：**由于ERP不再是一个单一的套件，创建一个互连的EBC解决方案。
- **制定战略和计划：**帮助企业确定是替换还是升级ERP，以及何时执行。

资料来源：Gartner，信达证券研发中心

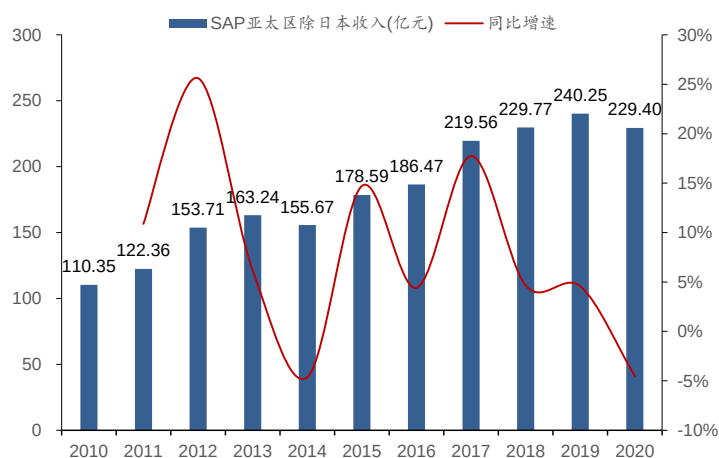
国家政策大力支持，助力国产软件占据国内市场。2020年8月4日，国务院发布《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，在财税、投融资、知识产权、市场引导等各个方面对国产科技企业实施大力支持。综合来看，国家鼓励和支持科技企业进行资源整合，对并购重组不设置限制条件，有利于用友这类行业龙头扩大规模；对市场进行政策引导，打开国产科技企业在政府、国企、央企端的市场；推动科技企业走出去，促进国产厂商全球化布局。

表 5：《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策》梳理

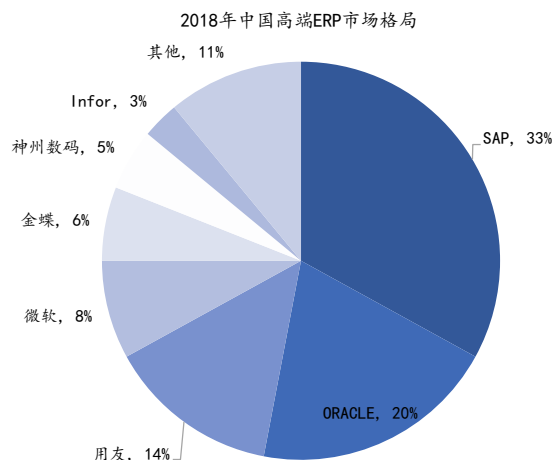
相关政策	主要内容	核心点
财税	继续实施集成电路企业和软件企业增值税优惠政策。	增值税优惠
投融资	鼓励和支持集成电路企业、软件企业加强资源整合，对企业按照市场化原则进行的重组并购，政府不得设置法律形式以外的限制条件。	鼓励重组并购
研究开发	鼓励软件企业执行软件质量、信息安全、开发管理等国家标准，增强行业竞争力。	设定国家标准
进出口	推动集成电路、软件和信息技术服务出口，大力发展国际服务外包业务，支持企业建立境外营销网络。	促进全球化布局
人才	鼓励高校合作、地方政府奖励高端人才。	
知识产权	大力发展集成电路和软件相关知识产权服务，加强使用正版软件工作宣传培训和督促检查，营造使用正版软件良好环境。	加固技术壁垒
市场应用	通过政策引导，以市场应用为牵引，加大对集成电路和软件创新产品的推广力度，带动技术和产业不断升级。积极引导信息技术研发应用业务发展服务外包。鼓励政府部门通过购买服务的方式，将电子政务建设、数据中心建设和数据处理工作中属于政府职责范围，且适合通过市场化方式提供的服务事项，交由符合条件的软件和信息技术服务机构承担。	扶持国产厂商
国际合作	推动集成电路产业和软件产业“走出去”。便利国内企业在境外共建研发中心，更好利用国际创新资源提升产业发展水平。国家发展改革委、商务部等有关部门提高服务水平，为企业开展投资等合作营造良好环境。	促进全球化布局

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

高端 ERP 市场仍由 SAP 与 Oracle 占据，国产 ERP 替代空间巨大。经过多年发展，国产应用软件已经得到长足进步，但在面向国企/央企等大型企业的高端 ERP 市场中，SAP 与 Oracle 仍占据主要市场份额，2018 年分别为 33%与 20%。SAP 历年在亚太地区收入超 200 亿元。传统软件时代，SAP/Oracle 产品力强，企业购买后，基本不会进行更换。故我们选取 SAP 过去十年合计收入作为测算基准。中国市场庞大，亚太地区除去日本后，保守估计超 50% 收入来自于中国大陆地区。软件项目首次建设费用一般占到总收入 70%左右，这部分收入在国产化过程中能够快速体现为收入。在技术与政策双重因素驱动下，国产化进程有望加速，假设未来 5 至 8 年内将实现全面国产化替代。综合以上假设，未来每年 ERP 国产化替代空间约在 150 至 280 亿元区间。同时，相应 OA、CRM 等非 ERP 软件模块亦有望随之实现国产替代。

图 26：SAP 历年亚太地区除日本收入与增速


资料来源：SAP 财报，信达证券研发中心

图 27：中国高端 ERP 市场格局


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

表 6：国产 ERP 替代空间测算

核心假设	数据
过去十年 SAP 亚太地区(除日本)合计收入为	1879 亿元
假设来自中国大陆地区收入占比约	50%~60%
过去十年 SAP 中国大陆区收入约	900~1100 亿元
项目首次建设费用占总收入比例约	70%
过去十年 SAP 在中国项目建设合计收入约	630~770 亿元
按照市场份额比重，假设除 SAP 外，Oracle 等海外厂商中国项目建设收入超过。	600 亿元
ERP 国产化替代，项目建设市场空间约在	1200~1400 亿元
假设全面实现替代所需时间	5~8 年
每年国产化替代市场空间约	150~280 亿元

资料来源：SAP 财报，信达证券研发中心

公司云产品显能，多个国产化项目落地

携手华为鲲鹏等国产品系，既是客户也是伙伴，推动国产企业云服务生态。公司云产品已完成了对华为鲲鹏体系、PK 体系、AK 体系的国产化底层软硬件的全面适配。除适配相应国产底层技术外，公司也逐步将相关企业拓展为自身客户。鲲鹏方面：20 年华为选择公司作为其财经领域管理系统的国产替代，充分表明其对公司产品能力和持续创新的信任，未来合作范围有望逐步向其他领域不断拓宽。PK 方面，据中国长城 21 年 3 月公告，公司将负责中国长城在自主安全业务板块启动 ERP 系统更换工作，替代现有的 SAP。据双方规划，新系统将于 5 月在总部、浙江、山东分部，年内全国上线。我们认为，公司与国产底层软硬件厂商，既是客户亦为伙伴，公司未来在相关企业内部系统替换以及向外协同进行产品技术输出方面业务前景巨大。

图 28：公司产品实现全国产体系适配


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

借长城项目，进入中电子信创生态。中国电子旗下目前已控股/持股包括 CPU、操作系统、数据库、整机、网络安全等在内核心国产科技企业，力图打造完善的信创生态体系。而中国长城是其中负责整机制造与系统集成的核心企业。中国电子目前已建立完善的信创产品生态，是国家核心科技国产化主力军。同时，除党政外，行业客户在替换进口产品之前需要有可用且好用的应用软件，故在硬件实现国产替代之前，应用软件有望先行。**我们认为，公司作为国产企业软件龙头厂商，新一代 YonBIP 产品体系面向未来产业链打通、生态协同的新商业生态，luap 平台亦有望成为企业未来数智化升级底座，将企业内外部所有异构系统打通，真正实现数据互联与应用，产品竞争力强劲，有望自此进入中电子信创生态，充分享受国产化红利。**

产品力提升得到客户认可，多个国产化项目落地。根据公司官网信息，公司公布国产化案例 35 个，涵盖 16 个行业，上线产品种类包括财税、采购、供应链、制造等多个领域，并且落地项目基本为云部署形式，有智能化功能应用。与华为、云南中烟、工商银行等各行业领域具有标杆性和引领性的企业成功签约，进行国产软件替代与商业创新。**我们认为，公司国产化项目落地表明在云与智能化时代，产品竞争力已经得到市场认可，预计未来国产替代的深度与广度均会不断提升。**

表 7：公司国产化项目案例

领域	客户	落地项目
银行	工商银行	财资管理云服务平台
	光大银行	租赁管理系统
	农业发展银行	管理会计信息系统
	国家开发银行	资产负债管理系统
航空	南方航空	人力资源系统
	中国国航	人力资源系统
	广东机场	统一综合管控云平台
	民航系统	财务系统
能源	大唐集团	云电商平台
	中广核新能源	备件联储平台
	中国节能	财务共享中心
	天津能源	业财税资管理平台
制造业	南方水泥	采购管理平台
	航天科工	MES 系统
	福建水泥	智能物流系统
	东风实业	ERP 全线
	鞍钢集团	采购管理系统
	中国一重	营销管理平台
化工	福建石化	工业互联网平台
	北化鲁华	工业互联网应用
医药	中国医药	总部、商业、工业、贸易四大系统平台
零售	浙江新华书店	电子会计档案与税务云
公共设施	河南水利投资	财资管理平台
	葛洲坝集团	业财税资管理平台
	小浪底水利枢纽管理中心	财税资管理平台

	三峡集团	智能采购平台
政府	西湖税务局	智慧税务系统
船舶	中船某院所	数字化管理平台
军工	中国新兴集团	财务核算系统
	某院所	工业互联网平台
贵金属	中国工艺	财务管理系统
交通	贵阳交通集团	财务管理系统
有色金属	中国有色矿业集团	财务系统
多元化集团	南光集团	财资管控平台
建筑	中国国际工程咨询	财务系统

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司发布 YonBIP 产业创新平台，未来云转型进程有望加速，在中台化、智能化、生态化的产品体系下，2021 年有望度过转型艰难期，走上新台阶。我们预计公司在 2021-2023 年：1) 云服务业务增速分别为 80.5%、74.5%和 62.2%；2) 传统软件业务增速保持平稳而缓步收缩态势，增速稳定在-2%左右；3) 金融业务预计 2021 年全部清除。5) 其他业务增速为 0%。

表 8：公司分项目收入假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
软件服务(亿元)	51.95	40.44	39.63	38.84	38.06
增速	-6.9%	-22.2%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
云服务(亿元)	19.70	34.23	61.78	107.79	174.78
增速	131.8%	73.8%	80.5%	74.5%	62.2%
支付业务(亿元)	6.51	7.45	0.00	0.00	0.00
增速	319.1%	14.5%	-100.0%	0.0%	0.0%
投融资信息服务(亿元)	6.42	2.60	0.00	0.00	0.00
增速	-41.0%	-59.5%	-	-	0.0%
其他收入(亿元)	0.52	0.53	0.53	0.53	0.53
增速		2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业总收入(亿元)	85.10	85.25	101.94	147.16	213.38
增速	10.5%	0.2%	19.6%	44.4%	45.0%
归属母公司净利润(亿元)	11.83	9.89	11.92	14.32	17.77
增速	93.3%	-16.4%	20.6%	20.1%	24.1%
毛利率	65.4%	61.0%	62.1%	62.3%	62.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 9：公司成本假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.42%	61.05%	62.08%	62.29%	62.80%
销售费率	19.2%	18.02%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费率	16.32%	11.26%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费率	19.2%	17.1%	18.0%	19.0%	20.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

估值与投资评级

云业务：SAP 在 20 年报披露 2025 年的"Ambition"是：“2025 年云业务收入超过 220 亿美元，20-25 复合增速 17.23%。目前 SAP 的 PS 在 4.5-5 倍左右，2020 年云业务收入占比约为 30%，（占软件+云可比口径比例约为 35%）。我们认为市场给予 SAP 云业务估值理应远高于整体 PS。公司云服务收入预期增速在 SAP 云业务增速的 3 倍以上，同时中台化、智能化、生态化产品布局有望解决收入可持续性问题的。给予公司云服务业务 12 倍左右 PS，以 2022 年云业务收入 107.8 亿元计算，对应市值约 1293 亿元。

非云业务：我们选取几家云转型较缓慢的 IT 服务商 PE 作为基准，2022 年平均 PE 为 46 倍，我们给予公司传统软件等业务 40 倍左右 PE，以 2022 年归母净利润 14.23 亿元计算（假设 2022 年公司云业务达到盈亏平衡），对应市值为 573 亿元。

综合两部分估值，公司 2022 年目标市值约为 1866 亿元。

表 10：公司云业务估值

云业务部分估值	12倍PS，市值1278亿元			
	2020	2021E	2022E	2023E
SAP云收入(亿美元)	99.38	116.50	136.58	160.11
增速/复合增速	27.93%	17.23%	17.23%	17.23%
	2020	2021E	2022E	2023E
用友云服务收入(亿元)	34.23	61.78	107.79	174.78
增速	73.8%	80.5%	74.5%	62.2%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

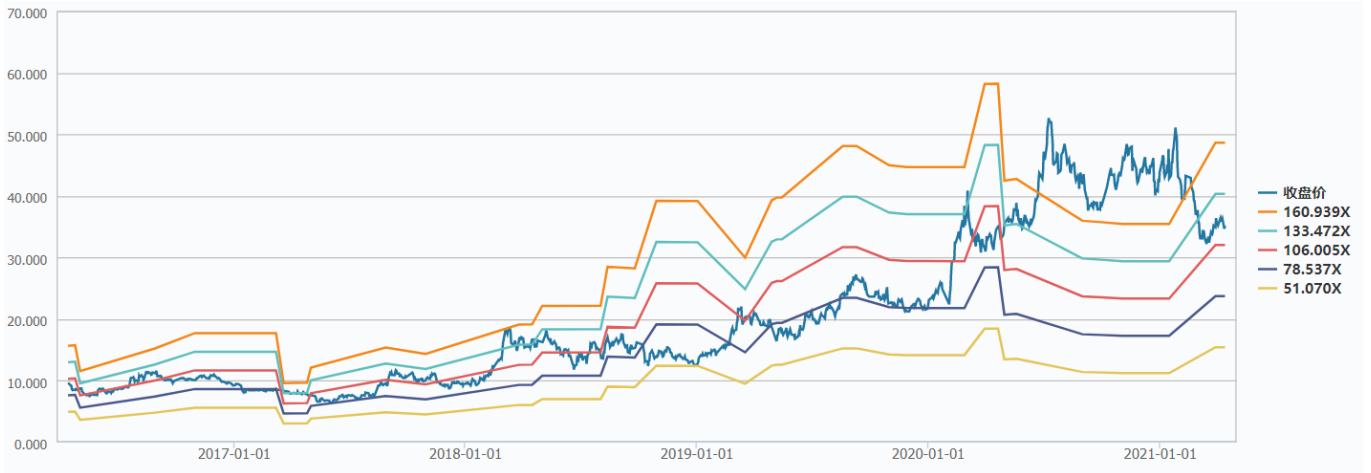
表 11：公式非云业务估值

非云业务部分估值			40倍PE，市值572.8亿元					
公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
鼎捷软件	19.30	51.39	0.46	0.58	0.76	42.0	33.4	25.3
宝信软件	57.74	667.15	1.13	1.38	1.78	51.1	41.8	32.4
石基信息	29.56	316.62	0.18	0.36	0.48	162.9	81.2	61.0
泛微网络	94.71	205.69	1.07	1.13	1.41	88.5	83.5	67.4
平均值						86.1	60.0	46.5
用友网络	35.2	1,150.7	0.30	0.36	0.44	116.4	96.5	80.4

资料来源：Wind，信达证券研发中心

我们认为用友网络是国内企业信息服务龙头厂商，全新发布 YonBIP 商业创新平台，受益于新兴技术带来企业信息服务业务变革以及 ERP 国产化趋势，未来业务有望走上新台阶。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 101.94/147.16/213.38 亿元，归母净利润分别为 11.92/14.32/17.77 亿元，市盈率 P/E 为 96/80/65 倍。考虑公司：1) 新产品体系发布加速云转型；2) 行业变革期作为龙头充分受益；3) ERP 国产化趋势，大型企业替代市场空间巨大；公司业务走上新台阶，未来收入可持续性与利润率均有望提升。给予“买入”评级。

图 29: PE band



资料来源: Wind、信达证券研发中心

风险因素

1、产品研发不及预期，云转型进展缓慢

公司 20 年 9 月全新发布 YonBIP 商业创新平台试运行版，是公司迈向中台化、生态化的重磅产品，集成了全产品模块，如果相关产品研发不及预期，可能导致公司云转型进度延缓。

2、竞争加剧，生态搭建受阻

国产企业服务领域参与者众多，垂直领域均有领军企业主导行业趋势，未来随着各信息服务商扩大业务范围，公司可能在多个领域遭遇激烈竞争，生态建设受阻。

3、国产替代不及预期

部分大型国企/央企均收购海外子公司，子公司使用 SAP/Oracle 产品，按照海外法律法规运行，短时间内使用国产系统代替可能会出现各类问题，国产替代进度可能不及预期。

4、宏观经济下行导致下游客户 IT 支出减少

如果新冠疫情、贸易摩擦等加剧，公司下游企业客户或将收缩开支，导致需求减少。

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,168	8,773	12,148	17,181	23,600	营业总收入	8,510	8,525	10,194	14,716	21,338
货币资金	7,147	5,605	8,557	11,958	15,899	营业成本	2,942	3,321	3,865	5,550	7,939
应收票据	133	110	144	206	296	营业税金及附加	113	99	128	182	263
应收账款	1,234	1,042	1,396	2,298	3,683	销售费用	1,634	1,537	1,835	2,649	3,841
预付账款	90	95	116	194	318	管理费用	1,389	959	1,121	1,619	2,347
存货	23	423	424	684	1,087	研发费用	1,630	1,459	1,835	2,796	4,268
其他	1,540	1,498	1,511	1,840	2,317	财务费用	118	110	115	165	225
非流动资产	7,370	8,177	7,901	7,901	7,901	减值损失合计	-36	-47	-50	-54	-57
长期股权投资	1,782	2,473	2,473	2,473	2,473	投资净收益	287	75	51	51	52
固定资产（合计）	2,510	2,432	2,432	2,432	2,432	其他	469	53	97	-102	-394
无形资产	870	785	785	785	785	营业利润	1,405	1,121	1,392	1,651	2,057
其他	2,208	2,488	2,211	2,211	2,211	营业外收支	-1	6	5	5	5
资产总计	17,538	16,950	20,049	25,081	31,501	利润总额	1,404	1,126	1,397	1,656	2,062
流动负债	9,112	7,950	9,761	13,254	17,760	所得税	83	75	108	117	149
短期借款	4,236	2,375	3,375	4,875	6,375	净利润	1,321	1,051	1,289	1,539	1,913
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	138	63	96	107	137
应付账款	597	549	635	912	1,305	归属母公司净利润	1,183	989	1,192	1,432	1,777
其他	4,280	5,026	5,750	7,466	10,080	EBITDA	1,136	1,507	1,409	1,921	2,681
非流动负债	132	453	453	453	453	EPS（当年） （元）	0.36	0.30	0.36	0.44	0.54
长期借款	45	0	0	0	0						
其他	87	453	453	453	453						
负债合计	9,244	8,403	10,213	13,707	18,213						
少数股东权益	1,122	1,004	1,101	1,208	1,344						
归属母公司股东权益	7,173	7,543	8,735	10,167	11,944						
负债和股东权益	17,538	16,950	20,049	25,081	31,501						

重要财务指标						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,510	8,525	10,194	14,716	21,338	经营活动现金流	1,533	1,613	1,734	2,009	2,609
同比(%)	10.5%	0.2%	19.6%	44.4%	45.0%	净利润	1,321	1,051	1,289	1,539	1,913
归属母公司净利润	1,183	989	1,192	1,432	1,777	折旧摊销	334	357	0	0	0
同比(%)	93.3%	-16.4%	20.6%	20.1%	24.1%	财务费用	153	139	115	165	225
毛利率(%)	65.4%	61.0%	62.1%	62.3%	62.8%	投资损失	-287	-75	-51	-51	-52
ROE(%)	16.5%	13.1%	13.6%	14.1%	14.9%	营运资金变动	113	-118	337	308	471
EPS（摊薄）（元）	0.36	0.30	0.36	0.44	0.54	其它	-101	259	44	48	51
P/E	78.52	145.15	96.50	80.37	64.76	投资活动现金流	-183	-894	333	57	58
P/B	12.95	19.02	13.17	11.32	9.63	资本支出	-296	-575	282	6	6
EV/EBITDA	60.14	93.08	78.02	56.24	39.38	长期投资	-170	-537	0	0	0
						其他	283	218	51	51	52
						筹资活动现金流	-155	-2,315	885	1,335	1,275
						吸收投资	167	425	0	0	0
						借款	909	-1,950	1,000	1,500	1,500
						支付利息或股息	-798	-929	-115	-165	-225
						现金净增加额	1,189	-1,602	2,952	3,401	3,942

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

罗云扬，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020 年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。