

# YonBIP 前瞻：云智原生，产业互联

——用友网络公司深度

公司深度

## ● 投资观点：企业级 SaaS 行业高景气，战略 3.0-II 向平台化转型

公司专注企业服务 33 年，稳居企业级服务 SaaS 龙头。在产品、生态、市场和信创等方面优势显著。2020 年，公司发布 YonBIP，采用云原生架构，基于统一 iuap 平台，实现产业链及企业间互联互通，助力企业进行商业创新，推动公司服务从软件向平台服务转型。受国产化、云化、数智化等多重驱动，我国企业级 SaaS 市场景气持续提升，同时，公司产品丰富度、基础架构、收费模式等稳步改善，市占率有望进一步提升。

## ● 产品矩阵持续完善，高研发保障竞争力

公司云产品涵盖大中小三类规模企业市场，YonBIP、NC Cloud、Yonsuite、T+ Cloud 等产品功能模块不断完善，基于云原生重构后，产品易用性、可定制化、部署效率、升级维护等方面明显改善。公司行业云拓宽至工业云、建筑云、汽车云、金融云、能源云、财政云、餐饮云、医疗云等多个行业，领域云覆盖包括财务云、人力云、采购云、营销云、协同云等场景，产品不断做广做深。同时，公司长期坚持高研发投入，保障产品竞争力持续领先。

## ● 云转型加速推进，大中型企业服务为主

2020 年，公司实现云服务收入 34.22 亿元，同比增长 73.7%，占总收入比为 40.1%，同比增长 17pct，云服务累计付费客户数 60.16 万家，同比增长 17.5%。其中，大中型企业/小微企业/政府与公共组织收入占比为 79.6%/7%/13.3%，客户结构以大中型企业为主。通过长期深耕大中型企业级服务，公司形成深度的行业 Know-how、高复杂度产品和完善的客户成功服务体系等优势积累。随着数字经济建设全面铺开，公司在大型企业的服务优势积累将得到体现。

## ● 生态战略步伐加快，十万生态伙伴目标可期

结合 Salesforce 收入结构，来自生态伙伴的收入对企业级服务厂商将至关重要。2021 年，公司生态战略加速推进，通过集成与被集成相结合的生态合作模式，提升行业解决方案竞争力，十万生态伙伴目标可期。

## ● 投资建议：SaaS 龙头成长空间广阔，上调至“强烈推荐”评级

公司是我国企业级服务龙头，云转型进展迅速，战略 3.0-II 阶段向平台服务厂商转型，市占率有望提升。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 13.64、16.90、21.22 亿元，对应 PE 为 76、62、49 倍，上调至“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示：平台建设不及预期，市场竞争加剧，市场拓展不及预期等

### 财务摘要和估值指标 (2021 年 5 月 14 日)

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	10,545	13,128	16,279
增长率(%)	10.5	0.2	23.7	24.5	24.0
净利润(百万元)	1,183	989	1,364	1,690	2,122
增长率(%)	93.3	-16.4	37.9	23.9	25.5
毛利率(%)	65.4	61.0	60.9	61.0	61.5
净利率(%)	13.9	11.6	12.9	12.9	13.0
ROE(%)	15.9	12.3	16.1	17.5	19.2
EPS(摊薄/元)	0.47	0.30	0.42	0.52	0.65
P/E	116.2	121.3	76.4	61.6	49.1
P/B	10.8	20.0	12.8	11.4	10.0

资料来源：Wind、新时代证券研究所

## 强烈推荐 (调高评级)

### 马笑 (分析师)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

### 刘熹 (联系人)

liuxi@xsdzq.cn

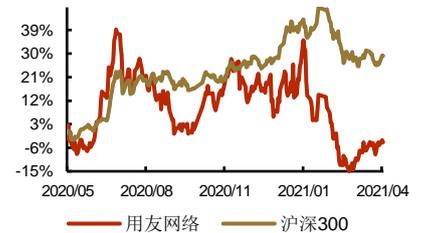
证书编号：S0280120040009

### 市场数据

时间 2021.05.14

收盘价(元):	31.85
一年最低/最高(元):	31.59/54.35
总股本(亿股):	32.71
总市值(亿元):	1,041.66
流通股本(亿股):	32.51
流通市值(亿元):	1,135.47
近 3 月换手率:	25.4%

### 股价一年走势



### 相关报告

《云转型再进一步，YonBIP 领跑产业互联网新时代》2021-03-27

《营收同比基本持平，云业务、生态建设表现优异》2020-10-31

《一季度扭亏为盈，云服务收入持续高速增长》2019-04-29

《业绩符合预期，云服务收入同比增长 127.7%》2018-10-28

《半年报大幅盈利，云服务业务收入增长 140.9%》2018-08-10

## 盈利预测、估值与目标价、评级

### 1、盈利预测

公司平台化战略目标明确，坚持云优先、订阅优先，部分原软件产品停更，同时剥离部分金融业务，聚焦主营业务。我们假设公司业务终局为基本实现完全云化，并以订阅收入为主，仅对公司云业务进行估值。结合公司 2020 年云业务进展以及公司战略规划。我们预计 2021-2023 年，公司云服务收入分为 61.6、104.7、178 亿元，增速分为 80%、70%、70%。

### 2、估值

企业级服务 SaaS 企业前期普遍采用强产品、强研发战略，以求快速抢占市场，导致费用投入较高，净利润亏损或增速偏低。因此，我们采用 PS 估值方法，参考 Salesforce 估值，2016-2021 年，Salesforce 的 PS 估值在 6-11 倍区间，取平均值 8.63 倍，假设稳态净利率 20%，对应 PE 为 43.15 倍，此期间 Salesforce 的营收 CAGR 为 26%，对应 PEG 为 1.66，我们以此作为用友网络合理 PEG 值。假设用友网络未来五年云业务收入 CAGR 为 70%，对应合理 PE 为 116.2，假设用友网络稳态净利率为 20%，对应 PS 估值为 23.24 倍，则 2021 年目标市值为 1432 亿元。

### 3、投资建议

公司是我国企业级服务龙头厂商，云转型进展迅速，战略 3.0 阶段向平台服务厂商转型，有望借助软件升级、平台和生态建设进一步扩大市场份额。此外，“十四五”期间，我国数智化发展或将提速，下游客户需求有望被陆续打开。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 13.64、16.90、21.22 亿元，对应 PE 为 76、62、49 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 关键假设

- 1、假设公司 YonBIP 创新进展顺利，2021-2025 年客户数量稳步提升。
- 2、假设客户逐步接受公有云服务，公司公有云、混合云推进效果符合预期，2021-2025 年订阅收入占比和增速快速增长。
- 3、假设国产化趋势延续，未来国内大型企业的管理类软件陆续实现国产化。

## 我们与市场的观点的差异

- 1、YonBIP：公司业务和产品在 2020 年发生较大变革，YonBIP 核心产品基于统一的 iuap 平台，在产业互联网方面具备较强的战略意义。
- 2、平台化：YonBIP 不止于云原生的超大型 SaaS 服务，更是一类 PaaS 服务，通过平台打造共荣生态，助推企业数智化转型，平台收入是潜在增长点。
- 3、市场渗透：云转型不只是软件产品云化重构，龙头厂商在研发、行业积累和人员的积累优势明显，产品架构将持续完善。同时，订阅收入平滑企业支出成本，未来公司市占率和客单价仍存在增长空间。
- 4、公有云：在公司战略 3.0-II 阶段，公司将力推公有云服务、订阅模式，Yonsuite、T+ Cloud 等产品均仅支持订阅模式，订阅收入占比有望提升。

### 股价上涨的催化因素

1、“数字中国”战略持续推进。“十四五”期间，“数字经济”已经上升为国家战略，新基建等政策为企业数字转型创造了新机遇。在“数字中国”战略机遇下，企业 SaaS 支出有望提升。

2、国产化机遇。今年，国际宏观形势愈发不明朗，中美博弈大势下，我国本土厂商对自主可控需求尤为迫切，管理软件国产化趋势将愈发明显。

### 投资风险

- 1、市场竞争。更多厂商（含大型互联网公司）进入企业互联网（To B）市场，企业服务产业竞争加剧。
- 2、YonBIP 推进不及预期。公司大力推进 YonBIP 建设，研发投入大幅提升。如果公司对企业需求的预测判断失误，市场表现不及预期，将导致公司资源的浪费和企业竞争力下降。
- 3、宏观经济影响下游需求。公司客户以企业为主，如果宏观经济下行，企业盈利困难，将削弱其对管理软件升级和更新的需求。

## 目 录

1、云转型快速推进，战略发布 YonBIP 平台 .....	7
1.1、企业服务三部曲：财务软件、ERP、BIP .....	7
1.2、云业务：云 ERP、YonBIP 两大矩阵 .....	8
1.3、云收入高速增长，客单价稳步提升 .....	9
2、BIP：产业链 SaaS+PaaS，三轮驱动加速变革 .....	11
2.1、ERP 到 BIP——商业发展新趋势 .....	11
2.2、BIP 迎数智化、云原生、国产化三大机遇 .....	13
2.3、PaaS 和 SaaS 增速上行，行业集中度或提升 .....	17
2.4、SaaS 整体格局分散，外资占据高端 ERP 市场 .....	18
2.5、他山之石：Salesforce 平台收入占比升至 31% .....	20
3、YonBIP 全新技术架构，产品矩阵完善 .....	23
3.1、大型企业：YonBIP 战略明确，市占率有望提升 .....	23
3.2、中型企业：Yonsuite 升维平台服务，全面推广公有云 .....	26
3.3、小微企业：畅捷通领航云服务，打开广阔市场空间 .....	29
4、YonBIP 核心优势 .....	33
4.1、产品：矩阵不断拓宽，平台架构先进 .....	33
4.2、市场：大型市场为主，营销网络完善 .....	34
4.3、生态：伙伴数量稳增，战略推进提速 .....	35
4.4、信创：领航国产适配，坚持自主创新 .....	37
5、财务数据：绩稳质优，盈利改善 .....	38
6、投资建议：目标市值 1432 亿元，上调至“强烈推荐”评级 .....	40
6.1、估值：预计 2021 年云服务增速 80%，目标市值 1432 亿元， .....	40
6.2、投资建议：云转型进展顺利，上调至“强烈推荐”评级 .....	41
7、风险分析 .....	42
附：财务预测摘要 .....	43

## 图表目录

图 1：用友网络发展历史分为三个阶段 .....	7
图 2：用友网络云业务矩阵 .....	8
图 3：用友云产品分类及商业模式 .....	9
图 4：用友网络云服务收入及增速 .....	9
图 5：用友网络云服务业务收入占总收入比 .....	9
图 6：2020 年各产品线收入占比 .....	10
图 7：2020 年各类型客户收入占比 .....	10
图 8：2020 年用友网络云服务订单增速 .....	10
图 9：用友网络云服务业务预收款及增速 .....	10
图 10：用友网络云服务付费企业客户数及增速 .....	11
图 11：2020 年用友网络大中型客户行业分布 .....	11
图 12：用友多年蝉联企业云服务市场第一 .....	11
图 13：BIP 是新一代社会化协同平台 .....	12
图 14：YonBIP 助力商业创新克服技术、商业、成本三大屏障 .....	12
图 15：YonBIP 生态价值链 .....	13

图 16: 数字经济占 GDP 比重.....	14
图 17: 数字经济对经济增长的贡献.....	14
图 18: 数字化优先引领企业转型的核心战略.....	14
图 19: 传统软件和 SaaS 的区别.....	15
图 20: 云原生关键技术架构图.....	15
图 21: CNIA 中国云原生技术生态图景.....	15
图 22: 麒麟软件生态建设.....	17
图 23: 中国公有云市场规模.....	18
图 24: 中国公有云市场占全球比例.....	18
图 25: 中国企业级 SaaS 市场规模预测.....	18
图 26: SaaS 厂商竞争格局.....	19
图 27: 2019 年中国经营管理业务类 SaaS 市场份额.....	19
图 28: 2019 年全球 SaaS 行业市场份额.....	19
图 29: 2018 年中国 ERP 市场格局.....	20
图 30: 2018 年中国高端 ERP 市场格局.....	20
图 31: SaaS 厂商云业务收入 (亿元).....	20
图 32: SaaS 厂商云业务收入占比 (%).....	20
图 33: Salesforce 发展历程和中美市场.....	21
图 34: 中国和欧美消费级和企业级服务市场对比.....	21
图 35: Salesforce 收入结构及增速.....	21
图 36: Salesforce 统一平台和丰富的应用生态更好的满足客户需求.....	22
图 37: Salesforce 各云产品线订阅收入 (亿美元).....	22
图 38: Salesforce 各云产品线订阅收入增速 (%).....	22
图 39: YonBIP 商业创新平台.....	23
图 40: YonBIP 服务总览.....	24
图 41: YonBIP 四大技术架构.....	24
图 42: 用友网络 NC Cloud 服务架构.....	25
图 43: NC Cloud 产品优势.....	25
图 44: Yonsuite 专为成长型企业打造.....	26
图 45: Yonsuite 基于云原生架构.....	27
图 46: Yonsuite 升级至“SaaS+PaaS+生态”模式.....	27
图 47: U8 Cloud 产品优势.....	28
图 48: 畅捷通大股东情况 (截至 2020H1).....	29
图 49: 畅捷通主要产品及功能.....	30
图 50: 云服务方案高效助力小微企业数字化转型.....	30
图 51: 畅捷通云服务收入及增速.....	31
图 52: 畅捷通云服务付费客户数.....	31
图 53: 畅捷通渠道伙伴中 80% 已销售云服务.....	31
图 54: 畅捷通生态平台建设成果.....	31
图 55: 2020 年中国小微企业云服务市场实力矩阵.....	32
图 56: 用友云服务经营模式.....	33
图 57: 用友云平台 iuap.....	34
图 58: 用友网络研发支出及占营收比.....	34
图 59: 用友网络研发人员数量及占比.....	34
图 60: 用友在中国大型企业中份额较高.....	35

图 61: 2020 年用友网络云收入结构 .....	35
图 62: 2020 年用友网络云服务续费率 .....	35
图 63: 用友生态持续丰富 .....	36
图 64: YonBIP 生态伙伴定位 .....	36
图 65: 用友国产化适配体系 .....	37
图 66: NC Cloud 全面支持国产化应用 .....	38
图 67: 用友网络营业收入 .....	38
图 68: 用友网络归母净利润 .....	38
图 69: 用友网络各业务收入 (单位: 亿元) .....	39
图 70: 用友网络各业务收入占比 (单位: %) .....	39
图 71: 用友网络毛利率/净利率 .....	39
图 72: 用友网络三项费用率 .....	39
图 73: 用友网络经营活动净现金流 .....	40
图 74: 用友网络应收账款及周转率 .....	40
图 75: 2016-2021 年 Salesforce PS-Bands (前复权) .....	41
图 76: 2012-2021 年 Salesforce 营收及同比 .....	41
图 77: 2012-2021 年 Salesforce 净利润及净利率 .....	41
表 1: 2018-2020 年美国对华实体清单 .....	16
表 2: 大型企业级 SaaS 服务订阅收入市场空间测算 .....	26
表 3: 中型企业级 SaaS 服务订阅收入市场空间测算 .....	28
表 4: 小微企业级 SaaS 服务订阅收入市场空间测算 .....	32
表 5: 用友网络云服务业务收入预测 .....	40
表 6: 用友网络与同行估值对比 (2021 年 5 月 14 日) .....	42

## 1、云转型快速推进，战略发布 YonBIP 平台

### 1.1、企业服务三部曲：财务软件、ERP、BIP

用友网络成立于 1988 年，长期专注并领航我国企业服务市场，在营销、制造、采购、金融、财务、人力、协同、平台服务等领域为客户提供数字化、智能化、全球化、社会化、安全可信的企业云服务产品与解决方案。根据用友网络的主要产品和战略实施，可将其历史划分为三个阶段：

**(1) 1988 年-1998 年，用友 1.0 时代，以财务软件为主。**1988 年，用友推出基于局域网的网络版财务软件，实现对企业财务管理的服务。该阶段，公司始终保持国内财务管理软件的市占率第一的水平。公司与 1996 年开始向 ERP 行业发展。

**(2) 1998 年-2014 年，用友 2.0 时代，以 ERP 系统及服务为主。**1998 年，公司推出用友 U8 和 NC，进入 ERP 行业。2001 年，实现 A 股上市。2002 年，公司在中国 ERP 市占率达到行业第一。随后，公司陆续推出 U9、T 系列、NC6 等产品，全方位扩充企业服务，完善产品矩阵。

**(3) 2014 年-至今，用友 3.0 时代，以云服务为主。**2014 年，用友进一步明确企业互联网发展战略，开启云转型。2016 年，用友宣布进入 3.0 战略时期，全面提供“用友云”企业服务。2018 年，用友在中国公有云 SaaS 市场占有率、应用软件市场占有率排名第一。2019 年 1 月，用友发布 NC Cloud，10 月，发布云原生的 ERP 套件 Yonsuite。2020 年 8 月，用友推出 YonBIP，云服务从产品服务模式升级到平台服务模式，目标聚集十万家生态伙伴和亿级社群个人，服务千万企业客户。

图1：用友网络发展历史分为三个阶段



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

## 1.2、云业务：云 ERP、YonBIP 两大矩阵

目前，用友云产品及服务形成 BIP 和云 ERP 两大矩阵。(1) BIP 类：YonBIP 定位于产业互联网时代的核心产品，于 2020 年正式发布。主要产品包括云平台、领域云、生态云、Yonsuite、行业云等产品线，统一基于用友 iuap 云平台开发、开放与运营，采用云原生架构，支持生态链的信息互通。(2) 云 ERP：主要是基于原有 ERP 产品进行云化改造的版本，产品体系成熟，模块功能完备，产品包括 NC Cloud、U8 Cloud 和 T+Cloud 等产品线，分别服务大型、中型和小微企业客户。

图2：用友网络云业务矩阵

业务线	主要产品		
YonBIP	<b>luap云平台</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>技术平台</li> <li>YonBuilder</li> <li>Yonlinker</li> <li>数据中台</li> <li>智能中台</li> <li>业务中台</li> </ul>	<b>领域云</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>营销云</li> <li>制造云</li> <li>采购云</li> <li>供应链云</li> <li>金融云</li> <li>财务云</li> <li>税务云</li> <li>人力云</li> <li>协同云</li> <li>资产云</li> <li>通讯云</li> </ul>	<b>YonSuite</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>营销电商一体化</li> <li>产销供一体化</li> <li>业财税一体化</li> <li>人力协同一体化</li> </ul>
	<b>小微企业云</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>好会计好生意</li> <li>畅捷贷</li> <li>工作圈</li> </ul>	<b>行业云</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>用友政务云</li> <li>用友制造云</li> <li>用友医疗云</li> <li>国资企业云</li> <li>用友建筑云</li> <li>用友建筑云</li> <li>用友汽车云</li> <li>用友教育云</li> <li>用友餐饮云</li> <li>用友烟草云</li> <li>拥有能源云</li> <li>金融科技服务</li> </ul>	<b>云生态</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>云市场YonStore</li> <li>APLink</li> <li>开发者社区 (UDN)</li> <li>会计家园</li> </ul>
云ERP	<b>面向大型企业</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>NC Cloud</li> </ul>	<b>面向中型企业</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>U8 Cloud</li> </ul>	<b>面向小微企业</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>T+ Cloud</li> </ul>

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

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、业务运营服务收入、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。具体而言，(1) BIP：YonBIP 支持私有云和公有云的部署模式，许可和订阅收费模式；Yonsuite、好会计、好生意、易贷帐等产品仅支持公有云部署模式，订阅收费模式。(2) 云 ERP：NC Cloud 和 U8 Cloud 支持公有云和私有云的部署模式，以及订阅和许可收费模式，T+Cloud 提供公有云和私有云的部署模式，但仅支持订阅收费模式。

图3: 用友云产品分类及商业模式



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

### 1.3、云收入高速增长, 客单价稳步提升

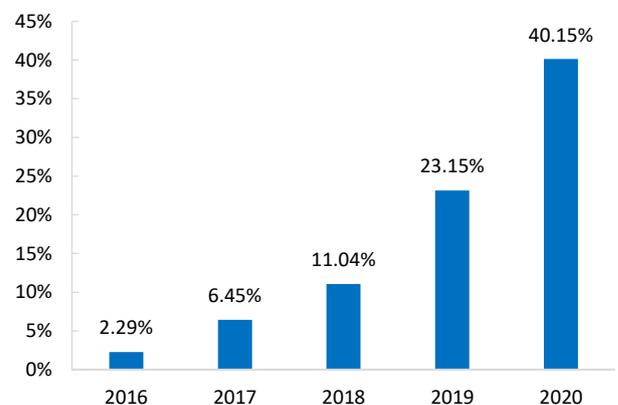
2016-2020年, 云服务收入 CAGR 达 133%。2020年, 公司实现云服务收入 34.22 亿元, 同比增长 73.71%, 2016-2020年 CAGR 达 132.63%。云服务收入占总收入的比重从 2016 年的 2.29%, 提升至 2020 年的 40.15%。2019 年 7 月, 公司全面停售 NC 系列产品, 面向高端客户重点推广 NC Cloud, 促进 2019 年云服务业务增速上行。未来, 随着公司云转型持续推进, 云服务收入占比有望进一步提升。

图4: 用友网络云服务收入及增速



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

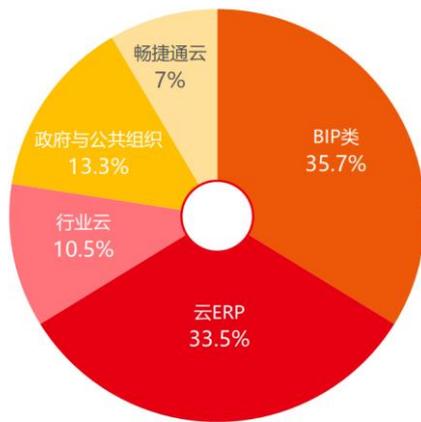
图5: 用友网络云服务业务收入占总收入比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

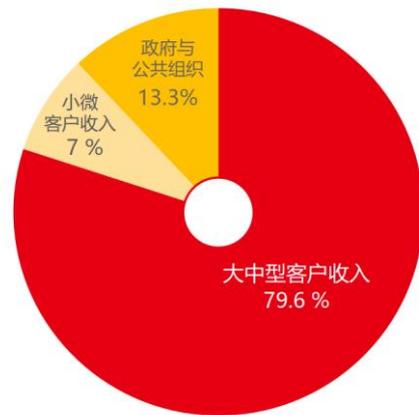
BIP 收入占云服务的 36%, 以大中型客户为主。2020 年, 公司 BIP 类/云 ERP/行业云/政府云和教育云分别实现收入 12.19/11.45/3.61/4.56 亿元, 占云收入的比重为 35.7%/33.5%/10.5%/13.3%。公司 YonBIP 核心平台正式发布时间尚短, BIP 类收入已经成为云收入第一大来源。未来随着公司定增方案落地, 战略 3.0-II 持续推进, BIP 类收入占比有望进一步提升。客户结构方面, 大中型企业仍然为公司主要收入来源, 2020 年, 公司云收入中来自大中型客户、小微客户、政府和公共组织客户的比例分别为 79.6%、7%、13.3%。

图6：2020年各产品线收入占比



资料来源：2020年投资者交流会，新时代证券研究所

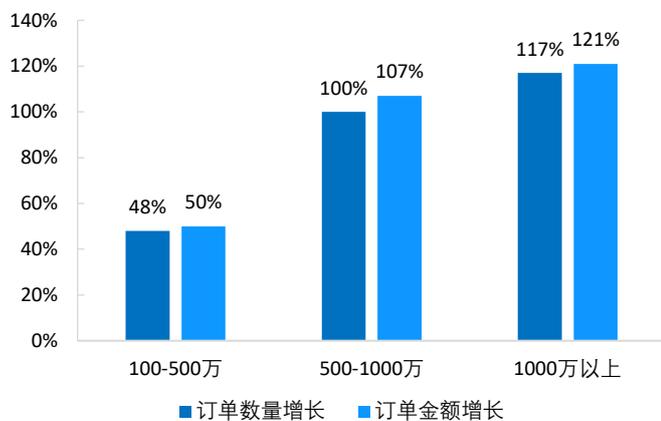
图7：2020年各类型客户收入占比



资料来源：2020年投资者交流会，新时代证券研究所

**云订单数量持续增长，平均订单金额提升。**2020年，公司签约100-500万、500-1000万、1000万以上的云服务订单增速分为48%、100%、117%；订单金额增速分为50%、107%、121%，大单金额提升明显，客单价持续提升。云预收款方面，2020年，公司云服务业务预收款10.91亿元，同比增长83.87%，2017-2020年CAGR达127.32%。此外，2021年，公司将战略重心转移至公有云、订阅服务，订阅服务收入增速有望上行。

图8：2020年用友网络云服务订单增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

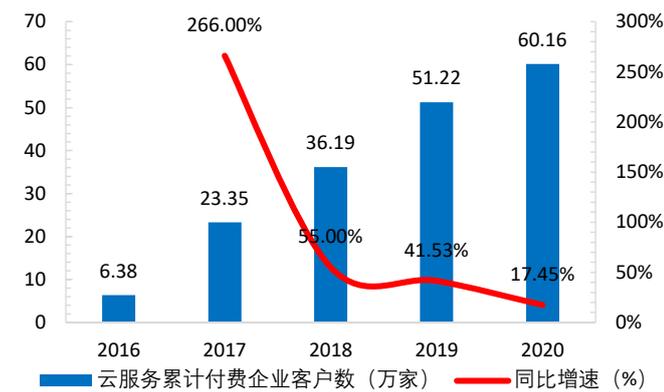
图9：用友网络云服务业务预收款及增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

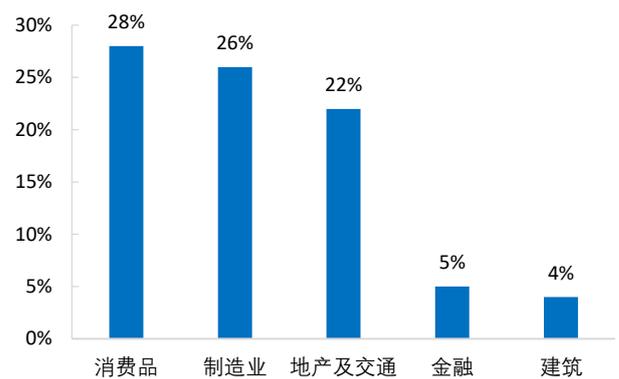
**云服务客户数量逐年攀升，客户行业相对集中。**2020年，云服务付费企业客户数达到60.16万家，同比增长17.45%，付费用户数增速显著低于云服务收入增速，亦说明公司单客户价值的持续提升，产品矩阵完善和客户推广成效明显。2019年，公司云服务业务累计服务客户数已达543万家，付费用户渗透率为9.43%，未来在付费用户数量和单客户价值提升空间广阔。行业分布方面，2020年，公司大中型客户中，消费品、制造业、地产及交通行业占比分别为28%、26%、22%，客户行业相对集中。

图10: 用友网络云服务付费企业客户数及增速



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图11: 2020年用友网络大中型客户行业分布



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

**云业务领航中国 SaaS 产业。**随着公司云转型稳步推进, 公司在 SaaS 行业的优势地位不断得到巩固。根据 IDC 发布《中国企业应用 SaaS 市场跟踪报告 (2019H2+2020H1)》, 公司在企业应用 SaaS、ERM SaaS、财务 SaaS、供应链管理 SaaS 市场份额均居于行业第一, 市场份额分为 6.3%、13.7%、27.4%、17.2%。

图12: 用友多年蝉联企业云服务市场第一



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

## 2、BIP: 产业链 SaaS+PaaS, 三轮驱动加速变革

### 2.1、ERP 到 BIP——商业发展新趋势

ERP 到 BIP, 是商业技术与企业应用更深度融合的需求。商业创新平台 (Business Innovation Platform, BIP) 是利用新一代数字化和智能化技术, 赋能企业通过数字化、智能化, 开展产品与业务创新, 组织与管理变革, 重构/构建企业发展力的平台型、生态化多元服务体。BIP 对于企业客户的核心价值具体表现在: 可业务在线经营; 可结网、连接一切, 使企业转型成为一家产业互联网公司; 可进

行业务智能化驱动；可快速商业创新探索。

图13: BIP 是新一代社会化协同平台



资料来源：公司微信公众号，新时代证券研究所

**BIP 升级 PaaS 架构，支持企业商业创新。** BIP (Business Innovation Platform) 强调商业创新和平台，平台包含 IT 服务平台和业务服务平台，是业务+IT 一体化，直接支持企业商业创新。BIP 结合技术和商业的公共与关键服务，平台上的企业、相关组织与个人可以按需、随时、随地开展商业创新，使商业创新突破了技术、商业和成本三道屏障，同时 BIP 采用新一代 IT 架构，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。此外，生产环节中的研发设计、生产制造、内容创作、经营销售与协同管理等核心环节，均可成为 BIP 商业创新平台通过技术渗透改造的对象。

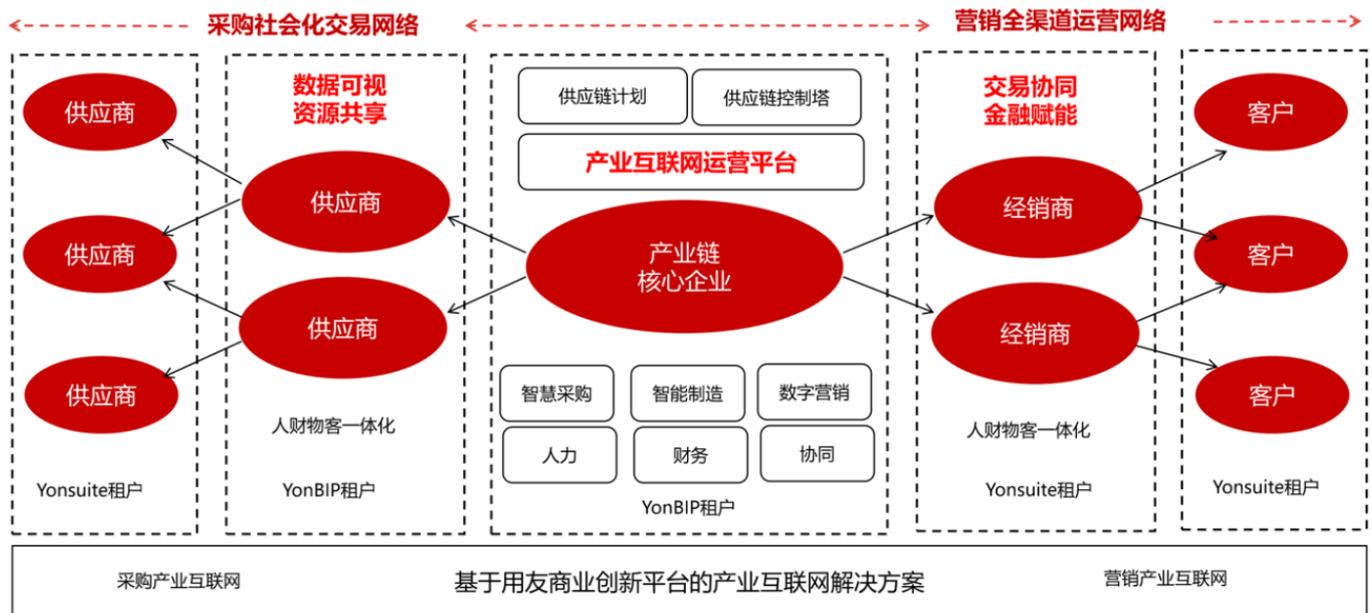
图14: YonBIP 助力商业创新克服技术、商业、成本三大屏障



资料来源：2021 年用友生态白皮书，新时代证券研究所

**BIP 是新一代产业链 SaaS，提升产业效率。** BIP 通过打通供给侧和需求侧的双向连接，形成需求-供给高度互动的快速反馈机制，提升产业效率，并推动全产业链的集成和创新。举例而言，供应链管理中有一种普遍现象叫“牛鞭效应”，指信息流从最终客户端向原始供应商端传递时，无法有效地实现信息共享，使得信息扭曲而逐级放大，导致需求变异放大、库存浪费、供需不匹配等现象，而在产业互联网环境下，产业链上下游、不同企业之间的数据可实现实时交互，该问题将得到明显改善。此外，新型技术场景、平台、管理理念等要素也将通过融入 BIP 商业创新平台塑造的新型网状关系而实现落地应用。

图15: YonBIP 生态价值链

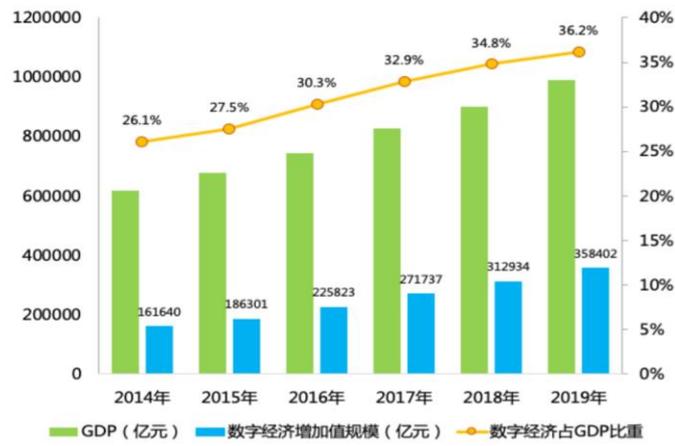


资料来源：2021 年用友生态白皮书，新时代证券研究所

## 2.2、BIP 迎数智化、云原生、国产化三大机遇

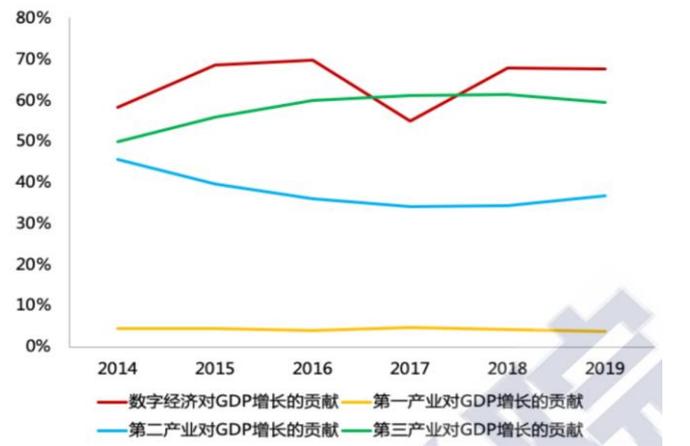
“数字中国”战略明确，数字经济建设成为大势所趋。根据国家统计局数据，2019 年，我国数字经济增加值规模达到 35.8 万亿元，占 GDP 的比重提升至 36.2%，同比提升 1.4pct，2005 年该占比为 14.2%。2014-2019 年，我国数字经济对 GDP 增长始终保持在 50% 以上的贡献率，2019 年数字经济对经济增长的贡献率为 67.7%，成为驱动我国经济增长的核心关键力量。2021 年政府工作报告明确指出，“十四五”期间“加快数字化发展，打造数字经济新优势，协同推进数字产业化和产业数字化转型，加快数字社会建设步伐，提高数字政府建设水平，营造良好数字生态，建设数字中国”。“数字中国”战略进一步明确，数字经济建设将成为大势所趋。

图16: 数字经济占 GDP 比重



资料来源: 中国信通院, 国家统计局, 新时代证券研究所

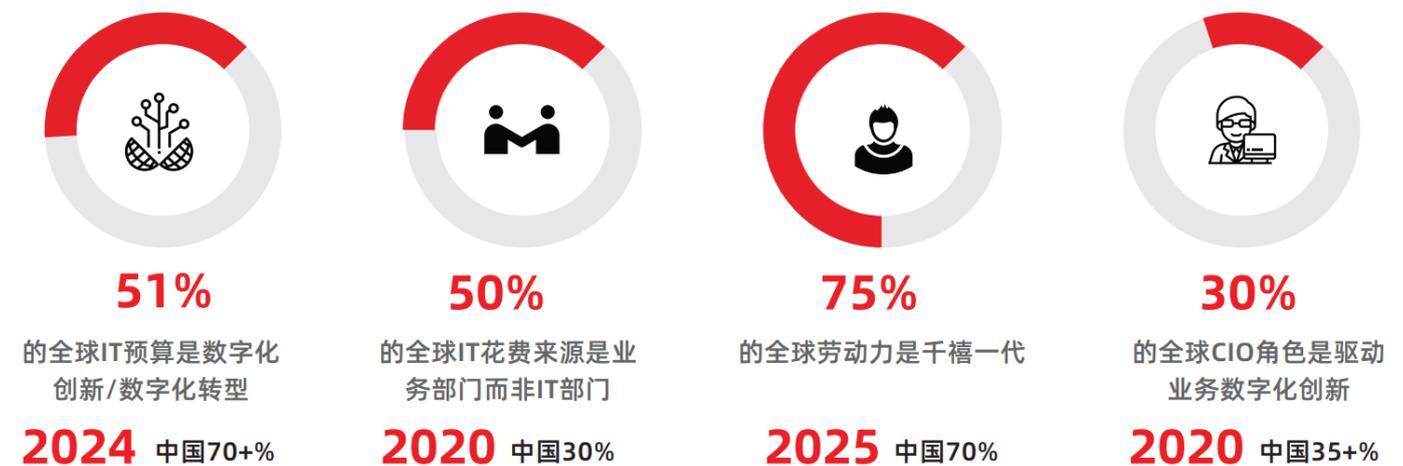
图17: 数字经济对经济增长的贡献



资料来源: 中国信通院, 国家统计局, 新时代证券研究所

目前中国经济正处于宏观环境和新旧动能转换的关键时期, 2020 年初中国提出的以 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网七大领域为主, 涉及诸多产业链的新型基础设施建设更是彰显了中国经济的新一轮增长将更依赖于数字化转型和数字经济。在此环境下, 企业的数字化战略将在很大程度上决定企业的商业成功, 数字化优先 (Digital First) 将成为引领企业转型的核心战略。

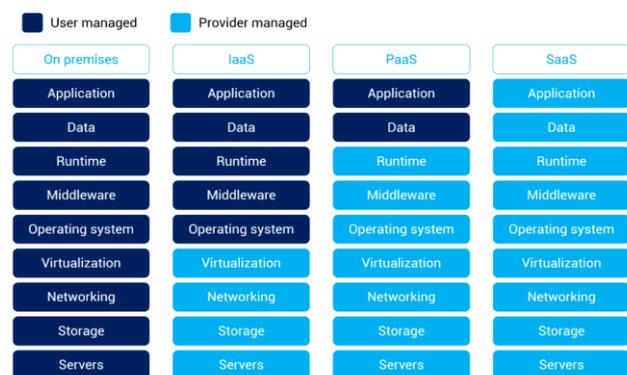
图18: 数字化优先引领企业转型的核心战略



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

云化技术优势明显, 加速企业数智化进程。相比于传统软件, SaaS 产品具备成本低、高灵活、可拓展、可互联等多种优点。低成本: SaaS 服务中, 企业省去基础设施建设成本、IT 人工成本、后期运维成本、厂房成本等。高灵活: SaaS 模式应用部署云端, 无论企业员工在何时何地均可使用服务, 且不影响企业办公地址更换。可扩展: 企业可根据需求选择订阅不同的服务, 针对服务数量进行收费, 同时能够更便捷的进行功能增减。可互联: SaaS 环境下, 企业在公有云环境中, 可以和外界进行链接, 实现数据互通互联, 极大提升社会资源效率。

图19: 传统软件和 SaaS 的区别



资料来源: CNCF, 新时代证券研究所

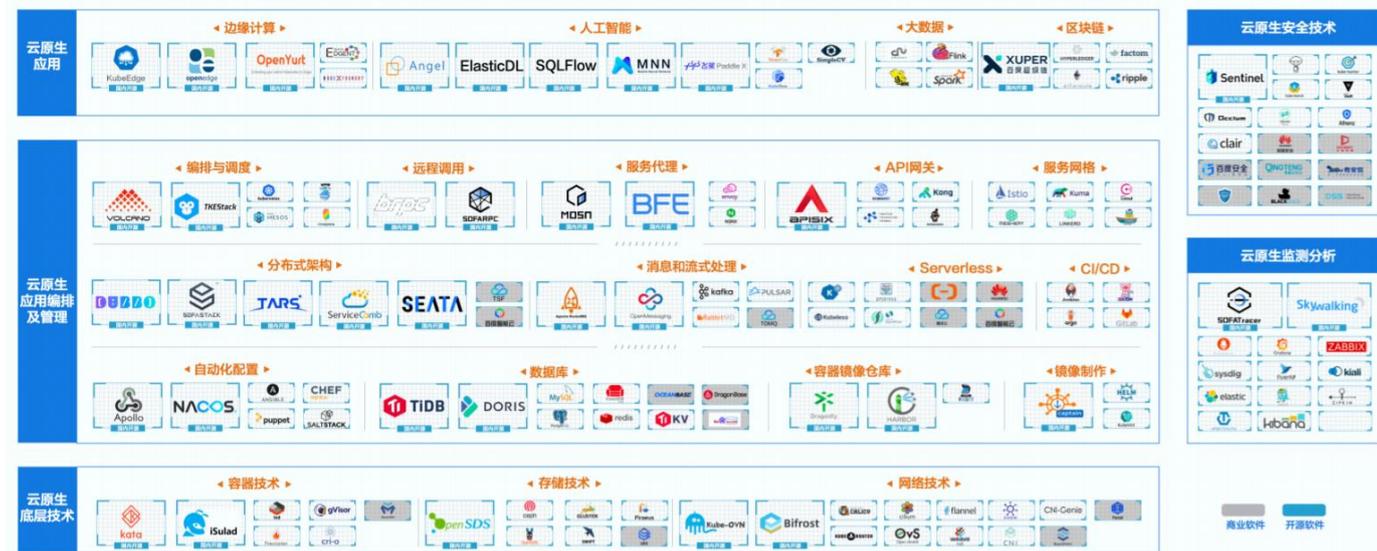
图20: 云原生关键技术架构图



资料来源: 阿里云, 新时代证券研究所

云原生技术生态日趋完善, 企业 IT 应用进入云原生时代。云原生技术生态已经从容器、微服务、DevOps 等技术领域扩展至底层技术、编排及管理技术、安全技术、监测分析技术以及场景化应用等众多分支, 初步形成了支撑应用云原生化构建的全生命周期技术链。Gartner 报告指出, 到 2022 年有 75% 的全球化企业将在生产中使用云原生的容器化 (云原生的核心技术之一) 应用。IDC 报告指出, 到 2022 年, 90% 的新应用将采用微服务架构, 提高设计、调试、更新和利用第三方代码的能力, 35% 用于生产环境的应用将原生支持云计算服务; 到 2023 年, 75% 的 IT 支出将用于第三代平台技术, 逾 90% 的企业会建立“数字化原生”IT 环境。

图21: CNIA 中国云原生技术生态图景



资料来源: CNIA, 新时代证券研究所

宏观环境驱动自主可控, 国产化需求迫切。2017 年 12 月, 特朗普政府出台的份《国家安全战略报告》中, 美国把中国定义为主要“战略对手”和“竞争者”。2018 年至今, 美国政府对华共有 10 个批次 296 家中国企业受到美国制裁, 主要涉及 5G、半导体、人工智能、航天航空等领域, 对华企业制裁力度空前。2018 年 8 月, 特朗普签署《2019 财政年度国防授权法》, 其中包含的《2018 年出口管制改革

法》正式成为法律,扩大出口管制项目的范围。在宏观环境不确定性增强的情况下,我国 IT 产业自主可控需求迫切。

**表1: 2018-2020 年美国对华实体清单**

日期	事件	相关实体
2020 年 8 月 17 日	升级对华为及其在“实体清单”上的非美国分支机构使用美国技术和软件在国内外生产的产品的限制。将华为在全球 21 个国家/地区的 38 家华为分支机构加入“实体清单”	华为云及相关企业等
2020 年 7 月 20 日	11 家中国企业列入到“实体清单”	欧菲光、华大基因、溢达纺织等
2020 年 5 月 23 日	33 家中国科技公司及机构列入出口管制名单	奇虎 360、云从科技、烽火科技、哈尔滨工业大学等
2019 年 10 月 7 日	28 家中国的机构和公司列入“实体名单”	大华技术、海康威视、科大讯飞、旷视科技、商汤科技、美亚柏科、依图科技等
2019 年 8 月 19 日	新增 46 家与华为有关联的企业,列入“实体清单”。	华为海外各地区分公司
2019 年 8 月 15 日	中广核集团及其关联公司共 4 家公司加入“实体清单”。	中国广核集团、中国广核研究院等
2019 年 6 月 21 日	五家中国实体列入了出口管制“实体名单”,禁止美国供应商采购这五家中国实体的部件	中科曙光及子公司
2019 年 5 月 15 日	华为及其 68 家非美国关联企业列入其“实体清单”。没有美国政府批准,华为将无法向美国企业购买元器件	华为及子公司
2018 年 8 月 1 日	44 家中国企业(8 个实体和 36 个附属机构)列入出口管制实体清单	航天科技、中国电子科技集团、中国高新技术产业进出口总公司等实体或机构

资料来源:美国商务部,新浪新闻,新时代证券研究所

**信创产业生态逐步完善,国产化进程有望提速。**信创产业链包含从 IT 底层的基础硬件到上层的应用软件全产业。30 多年来,信创产业生态建设稳步开展,核心技术等方面取得重要突破,产品竞争力持续提升。目前,我国在操作系统、CPU、中间件、数据库、应用软件等环节均出现一批具有一定竞争力的优秀企业,PK 体系、鲲鹏产业联盟等组织持续推动产业生态建设。生态的改善将显著加速国产软硬件替换进程,国产软硬件龙头或将受益。

图22: 麒麟软件生态建设

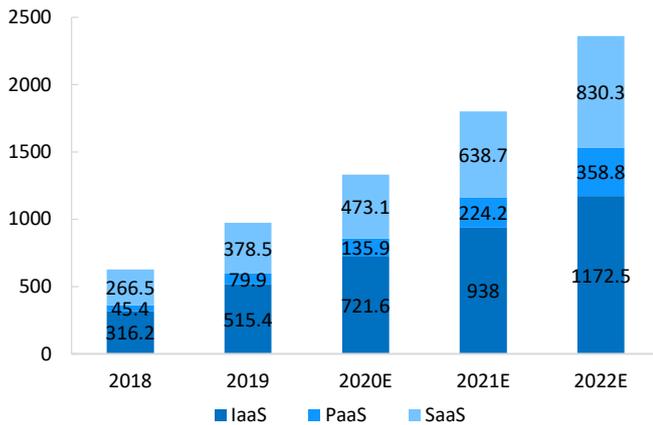


资料来源: 麒麟软件官网, 新时代证券研究所

### 2.3、PaaS 和 SaaS 增速上行, 行业集中度或提升

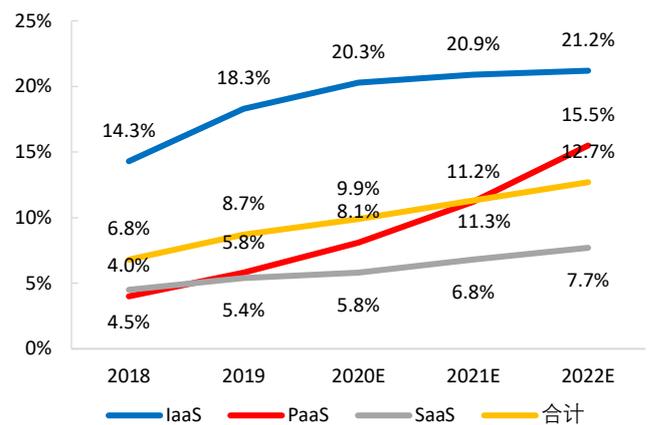
预计 2019-2022 年, 中国 PaaS、SaaS 市场 CAGR 分为 65%、30%。受政策、技术、需求等多重驱动, 我们云计算产业规模持续高增。根据 IDC 数据, 2019 年, 中国公有云市场规模为 973.8 亿元, 同比增长 55%, 占全球比例为 8.7%, 其中, PaaS 和 SaaS 市场规模为 79.9、378.5 亿元, 增速为 76%、42%。中国 IaaS、PaaS、SaaS 占全球的比重分别 5.8%、5.4%、18.3%, SaaS、PaaS 发展显著慢于 IaaS。未来, 随着我国 IaaS 建设趋于成熟, SaaS、PaaS 部署环境有望显著改善, 行业发展将提速。根据海比研究数据, 2019-2022 年中国 PaaS、SaaS 市场 CAGR 分为 65%、30%, 预计 2022 年市场规模将达到 359、830 亿元。

图23: 中国公有云市场规模



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

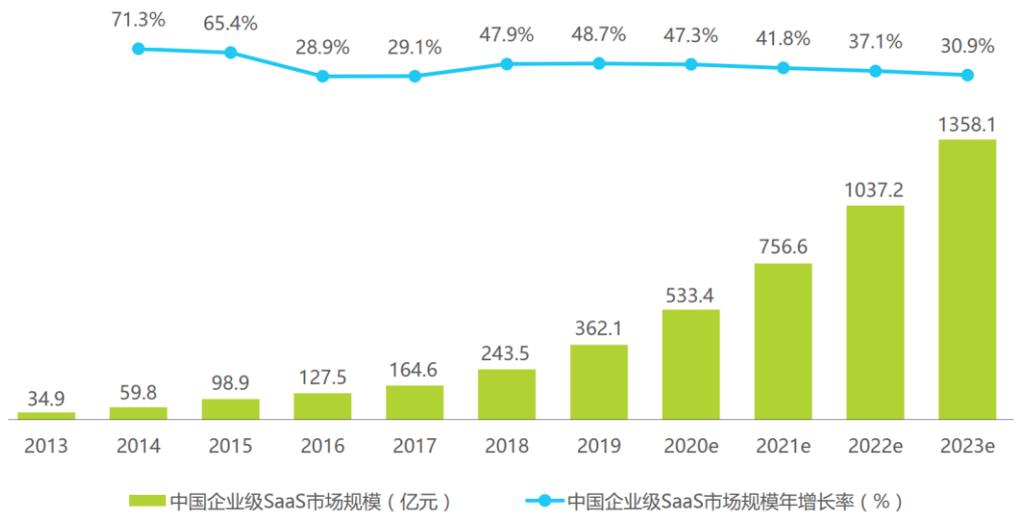
图24: 中国公有云市场占全球比例



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

预计 2019-2023 年中国企业级 SaaS 市场 CAGR 为 39%。根据艾瑞报告, 2019 年, 中国企业级 SaaS 市场规模为 362.1 亿元, 同比增长 48.7%。2020 年疫情进一步刺激企业对 SaaS 的接受度和需求增长, 市场仍将保持较快增速。预计 2022 年中国企业级 SaaS 市场的规模将突破千亿元, 2019-2023 年复合增速为 39%。

图25: 中国企业级 SaaS 市场规模预测



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

## 2.4、SaaS 整体格局分散, 外资占据高端 ERP 市场

中国 SaaS 市场格局相对分散, 行业龙头优势有望扩大。目前国内的 SaaS 厂商主要包括新兴 SaaS 厂商、传统软件与 IT 巨头、互联网巨头, 以及从传统企业延伸而来的 IT 公司。各个细分领域均有大批企业已经或正在加入, 整体而言竞争格局尚未成型。市场集中度看, 根据 Statista 数据, 2019 年, 全球 SaaS 市场 CR5 达 52%。根据海比研究数据, 2019 年, 在国内经营管理类 SaaS 市场中, 国内厂商用友、金蝶已经占据头部份额, 相较于海外龙头体现出竞争优势, 但 CR5 为 38.8%, 市场集中度仍有提升空间。未来, 钉钉等免费巨头将加载更多商业模式, 变现流量,

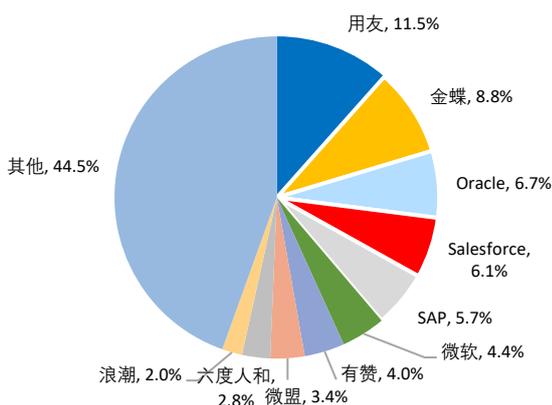
市场格局有望发生剧烈变化。我们认为，国内 SaaS 厂商已经在部分细分市场上体现出竞争优势，未来随着国内厂商技术和市场的大幅投入，国内厂商市场份额有望进一步提升，龙头优势或将扩大。

图26: SaaS 厂商竞争格局



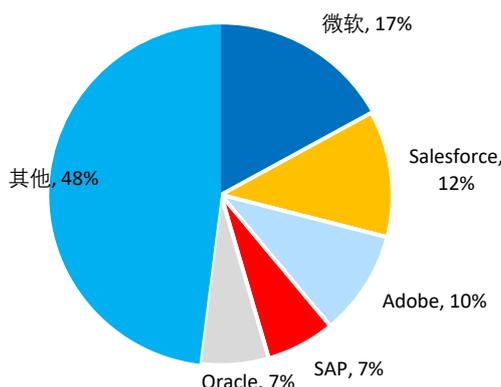
资料来源: 新时代证券研究所

图27: 2019 年中国经营管理业务类 SaaS 市场份额



资料来源: 海比研究, 新时代证券研究所

图28: 2019 年全球 SaaS 行业市场份额

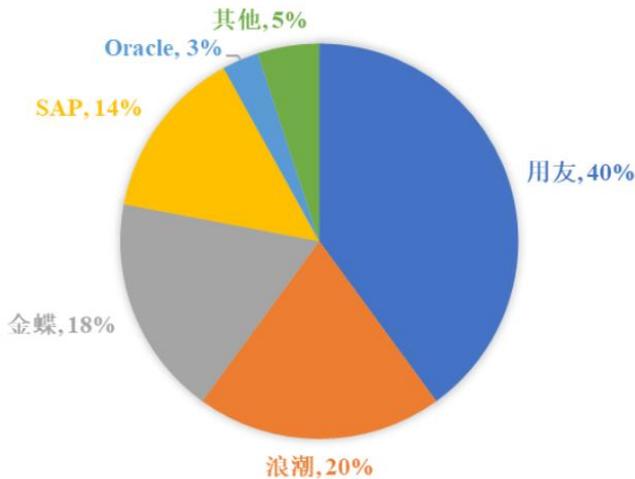


资料来源: Statista, 新时代证券研究所

高端 ERP 市场中 SAP/Oracle/IBM 市占率合计超过 60%，国产化空间广阔。2020 年，各地信创项目开始大面积铺开，预计未来三到五年，信创产业将迎来黄金发展期，国产软厂商在高端 ERP 市场的渗透率将进一步提升。根据前瞻产业研究院数据，2018 年国内高端 ERP 市场中 SAP/Oracle/IBM 市占率合计超过 60%，国

产化替换空间广阔。而用友作为长期服务大型企业的软件厂商有望通过新一代云服务产品进一步提升高端产品的市占率。

图29: 2018年中国ERP市场格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

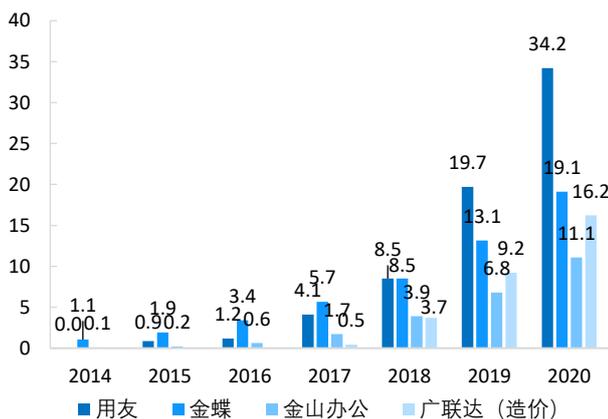
图30: 2018年中国高端ERP市场格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

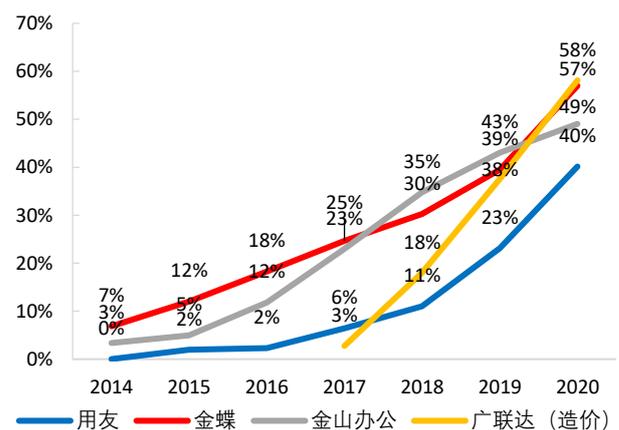
企业积极推进云转型, 收入更加平滑。SaaS模式下, 软件托管在云中, 基于订阅许可提供服务并收费。传统软件一般为License售卖+后期运维服务收费模式, SaaS收入一般为按年或月订阅付费, 订阅模式下产品更新更加便捷, 客户粘性更强, 也有利于推进正版软件服务。因此, 相较于传统软件模式, SaaS模式下企业现金流将更为稳定、持续。国内厂商积极推进云转型, 2020年, 用友网络、金蝶国际、金山办公的云业务收入的占比分别为40%、57%、49%, 呈快速提升趋势。

图31: SaaS厂商云业务收入(亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图32: SaaS厂商云业务收入占比(%)



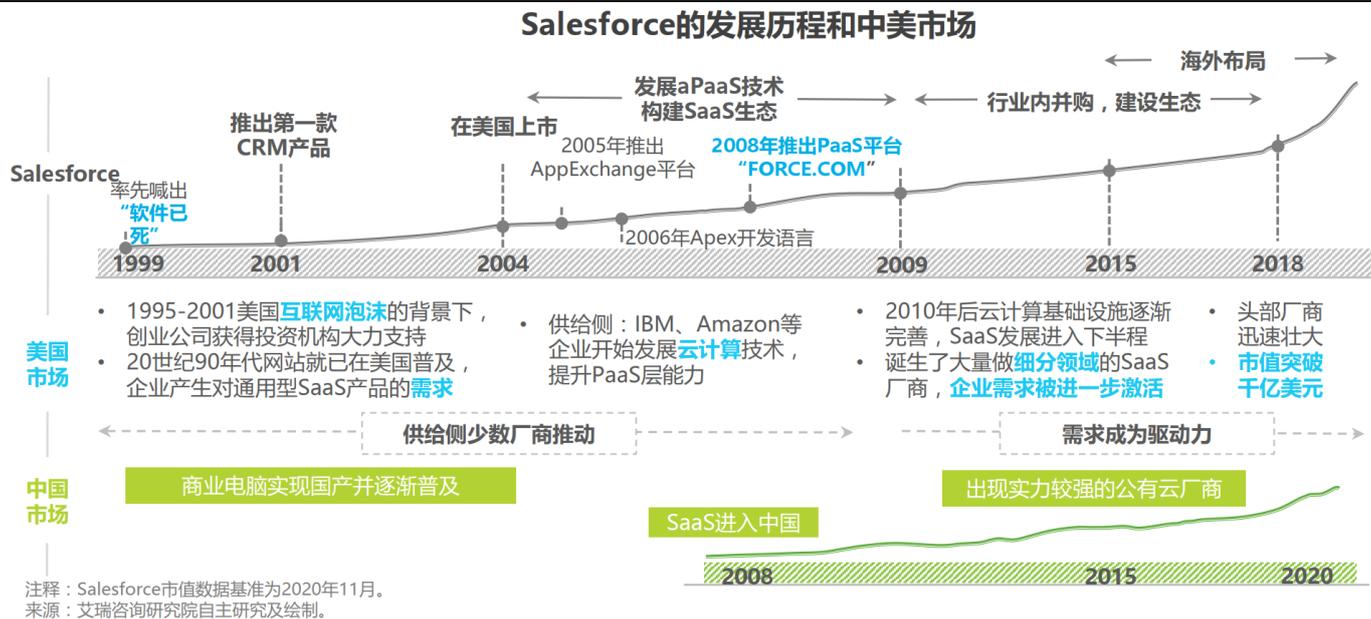
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 2.5、他山之石: Salesforce 平台收入占比升至 31%

Salesforce 成立于 1999 年, 早期以 CRM SaaS 服务为主。2004 年, Salesforce 成功上市, 陆续推出并改进 PaaS 平台服务。依托于 PaaS 平台, 公司不断完善构建

产品矩阵，逐渐成为 CRM 领域的头部厂商，目前，Salesforce 进入行业生态建设和海外布局的新阶段，业务规模和市值持续提升。

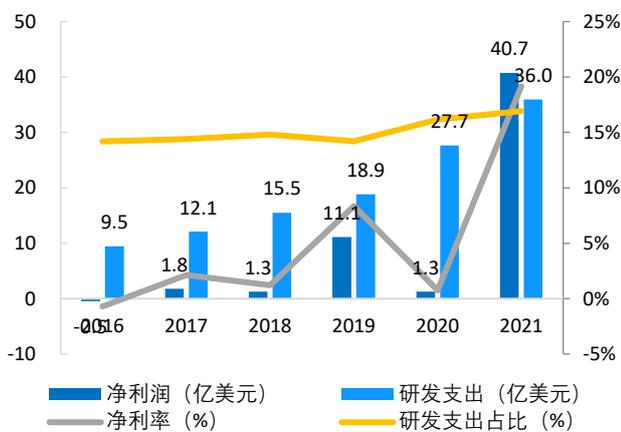
图33: Salesforce 发展历程和中美市场



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

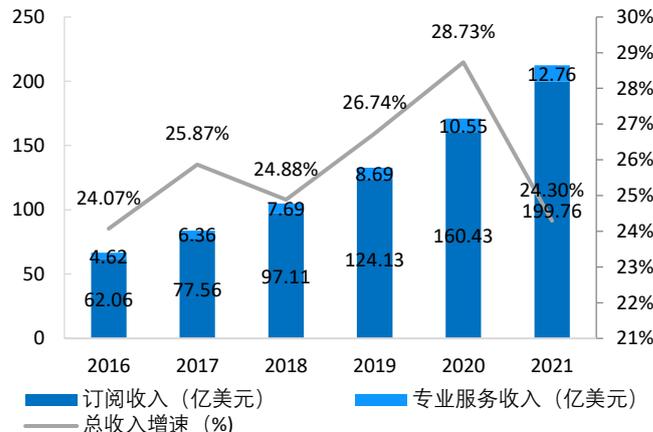
Salesforce 订阅收入占比 94%，客户续费率超过 90%。Salesforce 服务以公有云、订阅模式为主，2020 年，公司订阅收入为 199.76 亿美元，占总营收的 94%。公有云模式下，公司部署实施业务相对较少，销售毛利率长期高于 70%。Salesforce 长期保持高研发投入，不断夯实技术壁垒，2021 年，公司研发支出达 36 亿美元，占总营收的 16.9%。此外，订阅模式下客户续费成为厂商决胜的关键点之一，Salesforce 以客户为中心，构建了客户经营增长体系，吸引新客订阅，同时提高客户续费率，客续订率保持在 90% 以上。

图34: 中国和欧美消费级和企业级服务市场对比



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

图35: Salesforce 收入结构及增速

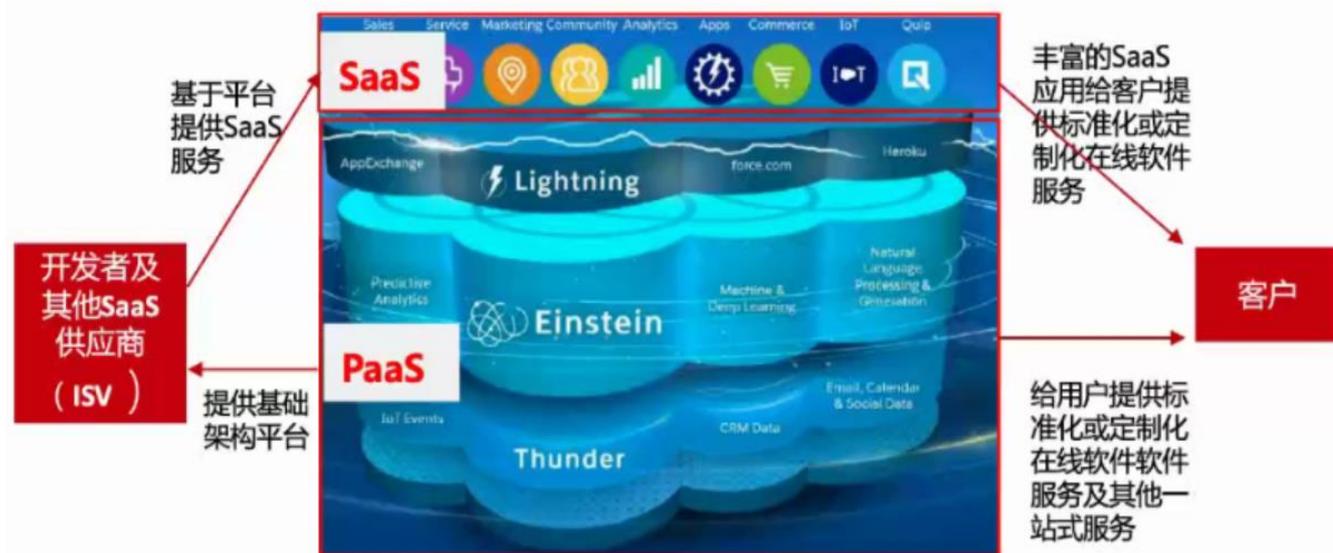


资料来源：公司年报，新时代证券研究所

Salesforce 平台优势明显。Salesforce 平台建立良好的平台应用生态圈，具有多

种特点：(1) 丰富的 SaaS 应用，满足客户多样化需求，特别是大型企业，因为大型企业不只是需要单一的应用，大型企业需要一整套解决方案来满足各业务的需求；  
(2) 所有应用均基于统一的 PaaS 平台，统一的入口，统一的交互和云原生应用，为客户提供一站式服务；  
(3) 开发者/ISV 既是 SaaS 应用提供者，也是 Salesforce 平台的推广者；  
(4) 可规模化复制，边际成本趋近于零。

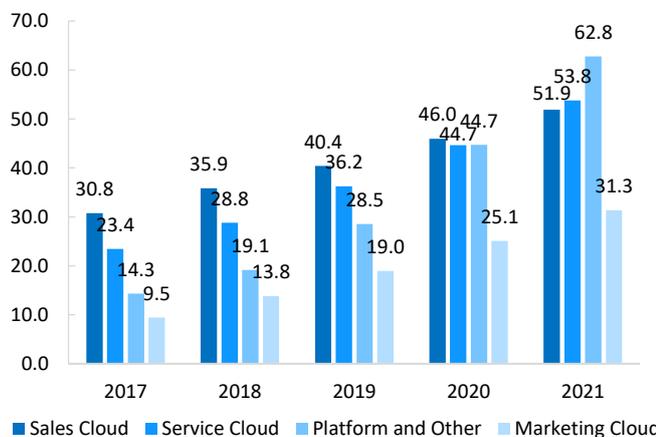
图36: Salesforce 统一平台和丰富的应用生态更好的满足客户需求



资料来源：用友客户成功体系交流，新时代证券研究所

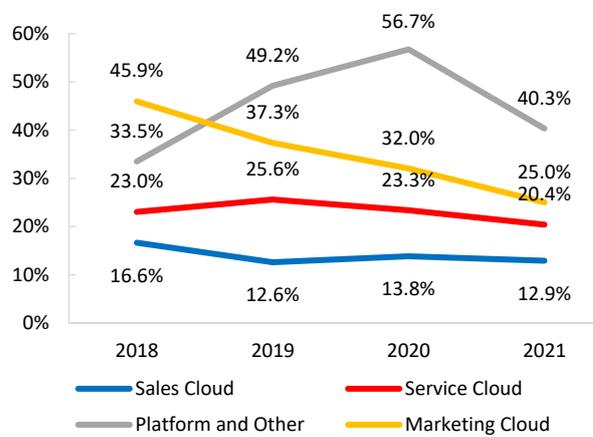
Salesforce 平台收入占云服务收入比重达 31%。Salesforce 起步于 SaaS，通过构建可规模化复制的 SaaS 产品，基于统一的 PaaS 平台与 CRM+AI+数据生态满足不同时期各类目标用户的多种定制化需求，让产品边际成本趋近于零。基于平台生态的不断丰富，其价值与优势也日趋明显。2019-2021 年，Salesforce 平台收入增速远超其他产品线，2021 年平台收入达到 62.75 亿美元，占云服务收入的比重为 31.41%，收入同比增长 40.29%。

图37: Salesforce 各云产品线订阅收入 (亿美元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图38: Salesforce 各云产品线订阅收入增速 (%)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3、YonBIP 全新技术架构，产品矩阵完善

#### 3.1、大型企业：YonBIP 战略明确，市占率有望提升

公司面向大型企业（包括巨型企业和一般大型企业）提供 YonBIP 和 NCCloud 的混合云解决方案。2020 年 8 月，用友正式推出新一代商业创新平台 YonBIP，YonBIP 定位数智商业的应用级基础设施和企业服务产业的共创平台，赋能企业数智化商业创新，包括产品与业务创新、组织与管理变革，推动社会商业进步。YonBIP 以平台化服务、生态化发展为核心理念，目标是服务超过千万家的企业客户、汇聚超过十万家企业服务的生态伙伴、连接超过亿人的社群，实现千亿营收。

图39: YonBIP 商业创新平台



资料来源：公司微信公众号，新时代证券研究所

YonBIP 融合了先进且高可用技术平台和公共与关键商业应用与服务，支撑和运行客户的商业创新（业务创新、管理创新），具有数字化、智能化、高弹性、安全可靠、社会化、全球化、平台化、生态化等八大特性，全面服务企业数智化转型：

1) **四大平台服务**：YonBIP 采用开放的平台与架构，以技术平台为底座，以数据中台、智能中台、业务中台为核心，基于统一的平台和公共服务，整体提高领域、行业产品开发效率和质量，成为用友及生态未来整体业务的统一平台，支撑企业服务产业生态伙伴共享共创。

2) **八大领域服务**：YonBIP 领域云为客户提供行业通用的 SaaS 服务，主要包括营销云、采购云、制造云、供应链云、金融云、财务云、人力云、协同云。

3) **八大行业服务**：YonBIP 行业服务是依托云平台核心技术，基于核心领域云服务，重点聚焦金融、能源、烟草、汽车等行业，帮助这些行业的企业实现数字化转型；同时与生态 ISV 开展合作创新，服务于更多的行业客户。

4) **五大生态服务**：YonBIP 生态策略是提供全生命周期的 ISV 服务和在线运营，建设全球领先的企业服务产业共创平台。YonBIP 通过平台服务和运营，赋能生态伙伴，帮助客户成功，构建一个共生、共建、共荣的商业创新生态。

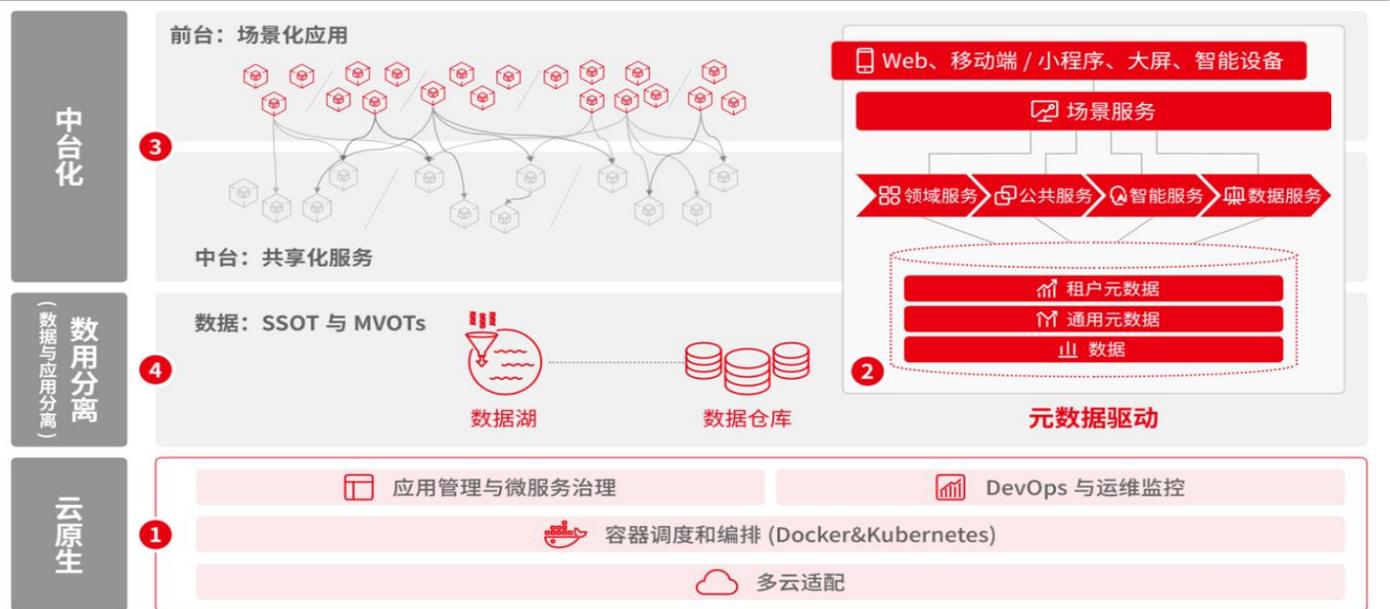
图40: YonBIP 服务总览



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

YonBIP 实现全新一代的技术架构体系, 主要包括云原生 (含微服务)、元数据驱动、中台化和数用分离等四大技术架构。1) 云原生架构, 实现构建应用简便快捷、部署应用轻松自如、运行应用按需伸缩。2) 元数据驱动架构, 可灵活支持行业、开发伙伴等开发人员以及客户对模型进行不同的扩展和定制。3) 中台架构, 提供营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同等各种领域中台服务, 支持各领域数智化应用的数据中台服务和智能中台服务。4) 数用分离架构, 实现数据跨领域的场景化共享与重用, 支持基于数据驱动模式实现快速商业场景化创新。

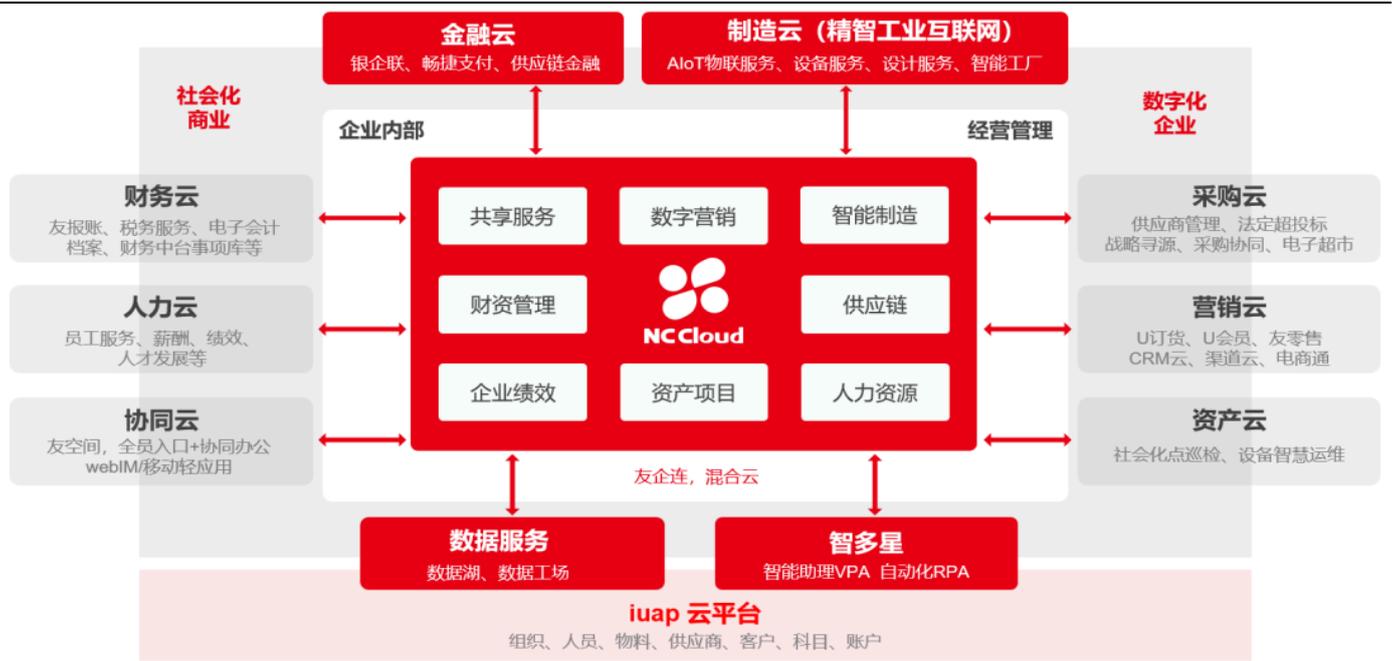
图41: YonBIP 四大技术架构



资料来源: 2021 年用友生态白皮书, 新时代证券研究所

**NC Cloud 基于云原生重构，助力大型企业数智化。**NC Cloud 是面向大型企业推出的云 ERP 产品，已基于 iuap 技术平台实现云原生架构升级，是针对大型企业长流程、一体化应用的服务群，是面向大型企业内部运营、管理最成熟的解决方案。NC Cloud 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。

图42: 用友网络 NC Cloud 服务架构



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**NC Cloud 同时支持公有云、混合云的部署，**与 YonBIP 的数字营销与新零售、数字化工厂与智能制造、数字采购与供应链协同、智慧税务与电子发票、绩效与人才管理、社交协同等形成混合云解决方案，帮助大型企业实现数字化转型升级和商业创新。NC Cloud 围绕人、财、物、客等四大管控对象，帮助企业构建面向社会化商业的工作平台、管理平台、运营平台与生意平台，连接全球、全网、全域资源，赋能企业实现基于数据驱动的业务变革与商业创新。

图43: NC Cloud 产品优势



资料来源：新时代证券研究所

大型企业管理类 SaaS 市场空间超 350 亿，用友有望加速渗透。我们定义收入规模在 100 亿元以上为大型企业，预计中国大型企业数量在 1000+，大型企业平均营收规模为 1000 亿元，假设企业平均的 SaaS 订阅服务支出占营收规模的 0.01%-0.05%，渗透率为 10%-70%。进行敏感性分析得出，我国大型企业市场管理类 SaaS 订阅服务市场空间 350 亿。用友通过平台和生态战略，从大型企业的产业链上下游或核心部门切入，有望向大型企业集团整体和产业链加速渗透。

表2: 大型企业级 SaaS 服务订阅收入市场空间测算

平均订单金额 (万元)	市场空间 (亿元)	渗透率						
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
1000		10	20	30	40	50	60	70
2000		20	40	60	80	100	120	140
3000		30	60	90	120	150	180	210
4000		40	80	120	160	200	240	280
5000		50	100	150	200	250	300	350

资料来源: 搜狐新闻, 新时代证券研究所

### 3.2、 中型企业: Yonsuite 升维平台服务, 全面推广公有云

2019 年, 公司率先推出基于云原生架构、一体化、智能化的云服务包 YonSuite, 并全公有云部署、订阅模式, 为成长型企业提供“营销、制造、采购、财务、税务、人力、办公、平台”融合一体, 提供一体化的在线交易、在线运营、在线管理、在线协同的数字化平台, 支持企业全球化经营、社会化商业。

图44: Yonsuite 专为成长型企业打造



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

YonSuite 基于用友 iuap 云平台开发、开放与运营，建立全面的生态能力。基于技术底座 iuap, YonSuite 与其他云服务产品无缝衔接，帮助企业联通产业链伙伴，快速建立起社会化商业的空间。YonSuite 也支持成长型企业间的互通互联，各方基于同一套公有云服务产生交易往来。在 YonSuite 之上，企业的财务、采购、营销、协同等应用作为单独的微服务，每个应用模块的部署、升级、迭代都是相对独立的，企业塑造可持续敏捷交付创新能力大幅提升。

图45: Yonsuite 基于云原生架构



资料来源: Yonsuite 百城巡展, 新时代证券研究所

2021 年, 公司 Yonsuite 进行战略升级, 从产品服务模式升级到以“SaaS+PaaS+生态”为主的一体化平台服务模式, 并提出破解了成长型企业的创新密码——“532 原则”。针对于成长型企业的普遍需求, YonSuite 提供标准化的 SaaS 服务, 帮助实现 50% 的商业创新, 轻松获取“管理业务全在线”。针对于特定行业、特定场景的特殊需求, 基于用友成熟且庞大的生态体系, 通过与 ISV 深度融合, YonSuite 可以满足企业 30% 的扩展应用需求。针对于企业的个性化需求, 基于 YonSuite 的 PaaS 能力, 通过 YonBuilder 低代码开发平台, 企业可自主实现 20% 的定制开发应用, 并与用友核心系统和数据平台无缝集成。新模式再次强调生态, 也更好的满足成长型企业不断变化的需求, 有望加速企业数智化转型。

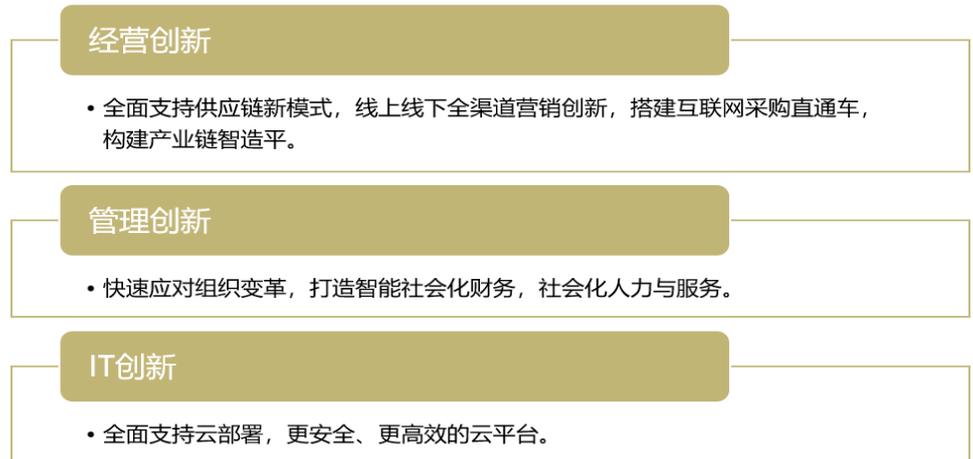
图46: Yonsuite 升级至“SaaS+PaaS+生态”模式



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

**U8 Cloud: 面向中型企业的云 ERP, 功能全面整合。**U8 Cloud 是用友推出的新一代云 ERP, 主要聚焦成长型、创新型企业, 提供企业级云 ERP 整体解决方案, 全面支持多组织业务协同、营销创新、智能财务、人力服务, 构建产业链制造平台, 融合用友云服务, 实现企业互联网资源连接、共享、协同, 赋能中国成长型企业高速发展、云化创新。业务经营模式是为客户提供标准产品及解决方案, 采取全分销销售模式, 收入主要是标准产品许可收入、产品支持与运维服务收入等。

**图47: U8 Cloud 产品优势**



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

**中型企业级 SaaS 市场空间 450 亿, 或将加速公司订阅收入增长。**我们定义收入规模在 2000 万元-100 亿元之间为中型企业, 预计中国中型企业数量 50 万+, 其中收入规模 20 亿元-100 亿元之间的企业数量 1 万+。假设中型企业平均收入规模为 2 亿元, 企业平均 SaaS 订阅服务支出占收入规模的 0.01%-0.05%。中型企业通常灵活多变、高效敏捷、目光超前、勇于创新, 对公有云接受度更高, 假设渗透率为 30%-90%。进行敏感性分析得出, 我国中型企业 SaaS 订阅服务市场空间为 450 亿。公司在大型企业的积累深厚, 从大型企业向中型企业渗透更像降维打击, Yonsuite 等产线将会被迅速完善, 中型企业市场有望被打开, 将加速公司订阅收入增长。

**表3: 中型企业级 SaaS 服务订阅收入市场空间测算**

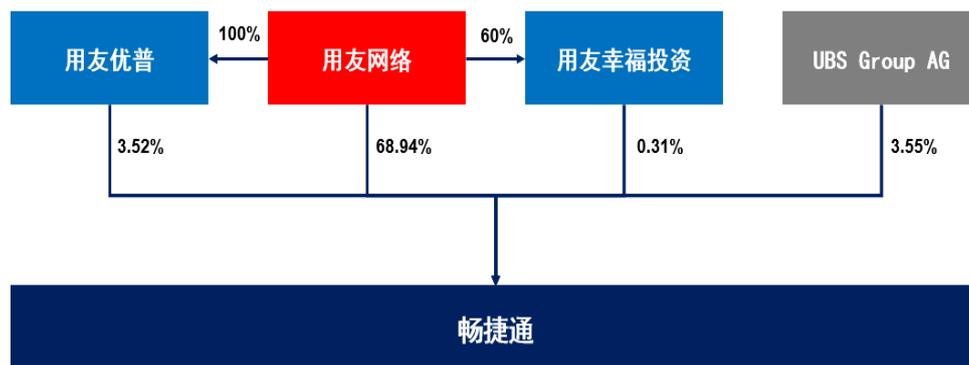
平均订单金额 (万元)	渗透率							
	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	
2	30	40	50	60	70	80	90	
4	60	80	100	120	140	160	180	
6	90	120	150	180	210	240	270	
8	120	160	200	240	280	320	360	
10	150	200	250	300	350	400	450	

资料来源: 搜狐新闻, 新时代证券研究所

### 3.3、小微企业：畅捷通领航云服务，打开广阔市场空间

**畅捷通分拆上市，产品线逐步完善。**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提供，畅捷通成立于2010年3月，致力于为小微企业提供社交化、个性化、服务化、小量化的生意管理支持，2014年6月，畅捷通在港交所上市。畅捷通充分利用 SaaS 业务与客户的高频互动的优势深挖客户的价值，多方面满足小微企业对云产品的需求。未来，畅捷通业务将从 SaaS 市场拓展到企业业务运营服务的 BaaS 市场，并致力于成为中国最大的一站式小微企业服务平台。

图48：畅捷通大股东情况（截至2020H1）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

畅捷通全面打通小微企业的人、财、货、客管理，整合财务、进销存、客户收支、协同办公等应用，主要云服务产品包括好会计、好生意、智+、易代账、T+Cloud 等产品。

**(1) 好会计：**面向小微企业的一款专业云财务 SAAS 应用，帮助财务人员通过 PC 端、手机端、微信端随时随地管理现金银行、发票、往来、报税、经营分析等，高效、智能提升小微企业财务管理水平。

**(2) 好生意：**轻松管商品、管库存、算清账，开启线上卖货新通路，统一管理线上线下多渠道，智慧做生意

**(3) T+Cloud：**畅捷通 ERP 产品 T+ 的云端升级版，通过 PC/手机端随时随地管理财务、进销存、批量订货、生产管理、多门店经营等企业常见需求，轻松打通企业管理“人财货客”全链条。

**(4) 智+：**以客户运营为中心，在线智慧营销，业财一体智能管理

**(5) 易贷帐：**面向代账会计和代账公司设计的云应用，在线记账，移动记账，免安装，自动升级。支持手机做账查账，老板手机看账。

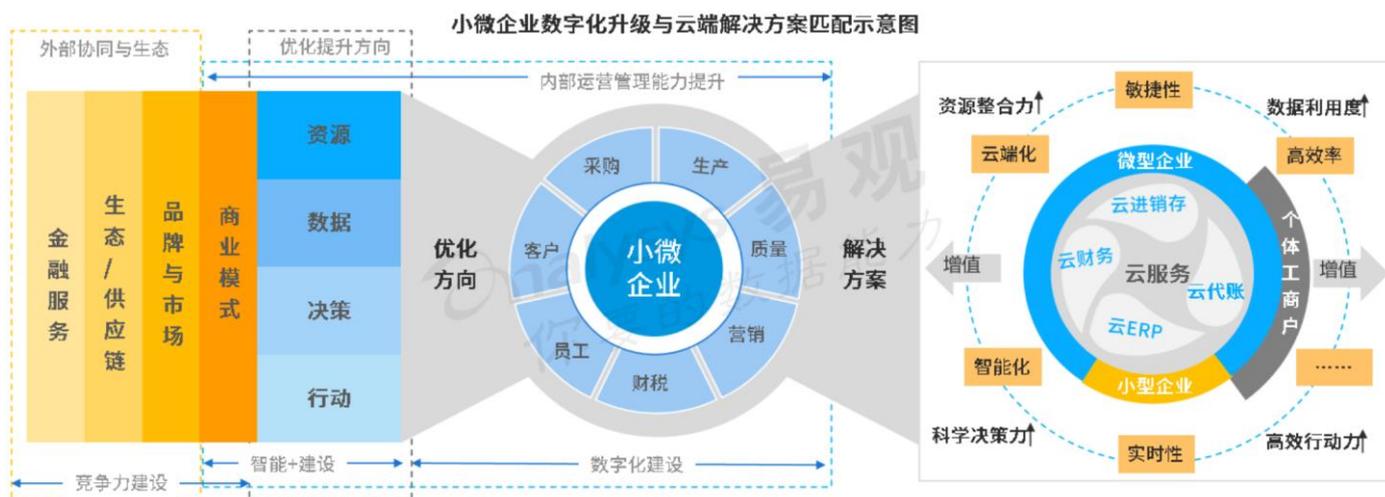
图49: 畅捷通主要产品及功能



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

**云服务产品助力小微企业数字化升级。**小微企业数字化升级转型需要内部管理能力的提升, 亟待解决企业资源、数据、决策和行动力方面整体优化问题, 从而实现商业模式升级, 进而在品牌与市场、供应链等方面实现外部生态改善。云财务、云 ERP、云进销存等面向不同类型小微企业的云服务产品, 可解决小微企业财务、业务、内部管理等方面的问题, 智能化、高效性等产品特性能够有效优化小微企业资源、数据、决策和行动力, 实现外部协同与生态增值。

图50: 云服务方案高效助力小微企业数字化转型

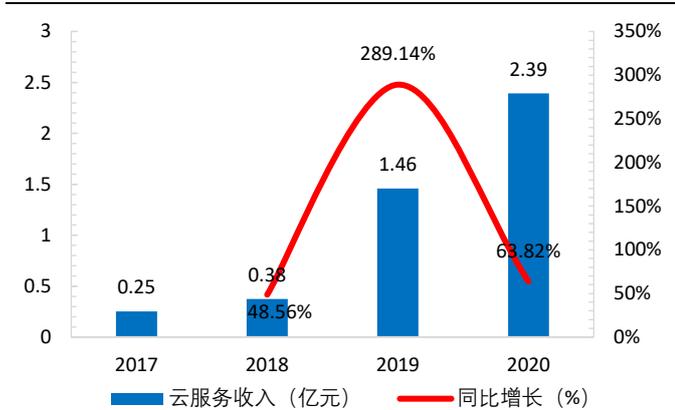


资料来源: 易观千帆, 新时代证券研究所

**畅捷通云收入高增, 引领小微企业服务。**畅捷通不断加大云服务业务投入, 持续进行产品应用创新, 充分利用 SaaS 业务与客户的高频互动的优势, 深挖客户的价值, 多方面满足客户对云产品的需求。2020 年, 畅捷通云服务收入 2.39 亿元,

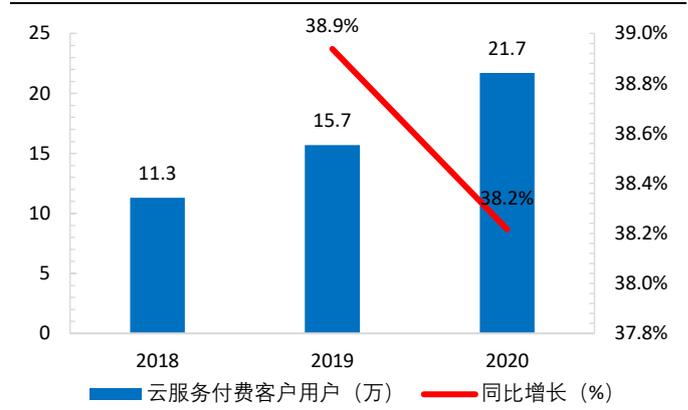
同比增长 63.81%，新增云服务付费企业用户数达到 6.0 万，累计付费企业用户数达到 21.7 万，同比增长 35%。

图51: 畅捷通云服务收入及增速



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

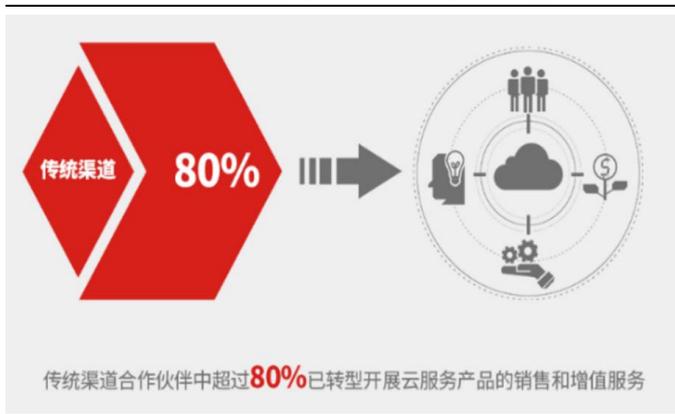
图52: 畅捷通云服务付费客户数



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

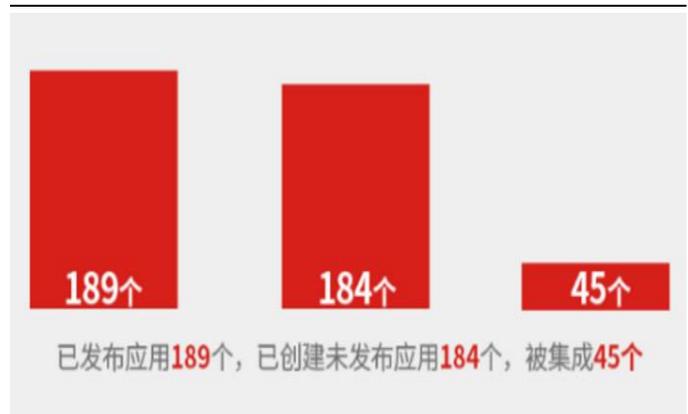
**畅捷通积极带动渠道和客户转型, 并加快拓展生态合作伙伴。**畅捷通凭借自身专业性、资源以及沉淀的优势进行全产品生态布局。目前, 畅捷通渠道合作伙伴数量从近 1500 家增加至 2000 家以上, 传统渠道合作伙伴中超过 80% 已转型开展云服务产品的销售和增值服务。在云服务、移动办公平台、票税服务、银行、产业互联网、智能硬件等全域生态领域, 畅捷通大力加强广泛的生态伙伴合作, 生态化体系建设逐步显露成效。截至 2020 年底, 畅捷通已发布各类平台应用 189 个, 即将发布平台应用 184 个, 被集成的平台和产品 45 个, 生态合作圈越来越完整丰满。

图53: 畅捷通渠道伙伴中 80% 已销售云服务



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图54: 畅捷通生态平台建设成果



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

**畅捷通领航中国小微企业云服务市场。**根据易观发布的《中国小微企业云服务市场专题分析 2020》报告, 畅捷通好会计在云财务市场覆盖率第一; 畅捷通 T+Cloud 在云 ERP 市场覆盖率第一; 畅捷通在传统财务软件转型的云服务厂商综合实力中综合得分排名第一。结合云进销存等, 畅捷通在云服务市场覆盖率第一, 约占 16%, 金蝶约占 13%, 浪潮约占 9%, 未来整体市场的集中有望进一步提高。在行业增长性上, 头部厂商中, 畅捷通云服务增长 289%, 云服务增长保持行业第一, 金蝶精斗云云服务增长 87.8%。

图55: 2020年中国小微企业云服务市场实力矩阵



资料来源：易观千帆，新时代证券研究所

小微企业转云更为快捷，市场空间广阔。我们定义收入规模100万元-2000万元之间为小微企业，预计中国小微企业数量超过3500万+。假设小微企业平均收入规模为500万元，企业平均SaaS订阅服务支出占营收规模的0.01%-0.05%，渗透率为10%-80%。进行敏感性分析得出，我国小微企业市场管理类SaaS订阅服务市场空间为700亿。小微企业业务轻便，模块功能需求简易，SaaS产品价格相对便宜。因此，小微企业更容易实现从传统软件和云软件转型。畅捷通依托用友集团资源，产品矩阵持续完善，具备较强成长性。

表4: 小微企业级 SaaS 服务订阅收入市场空间测算

平均订单金额 (元)	渗透率							
	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	
500	35	53	70	88	105	123	140	
1000	70	105	140	175	210	245	280	
1500	105	158	210	263	315	368	420	
2000	140	210	280	350	420	490	560	
2500	175	263	350	438	525	613	700	

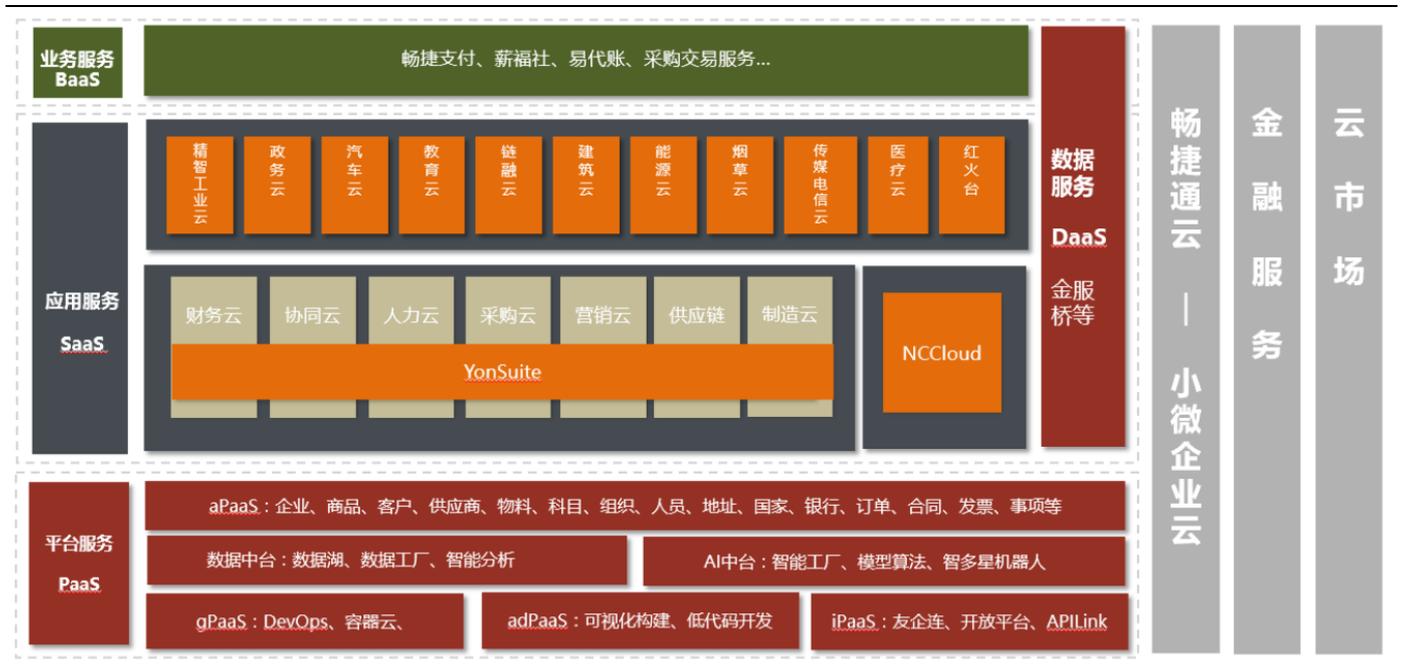
资料来源：搜狐新闻，新时代证券研究所

## 4、YonBIP 核心优势

### 4.1、产品：矩阵不断拓宽，平台架构先进

用友提供包括 PaaS、SaaS、BaaS、DaaS 等云服务，产品体系不断完善。目前，公司形成了 YonBIP、NC Cloud、U8 Cloud、Yonsuite、T+Cloud 等产品矩阵，覆盖大中小各类规模企业。YonBIP 采用了云原生/微服务、元数据驱动、中台化、数用分离的技术架构；基于社会级计算，支持社会化商业，突破企业边界，通过交易、连接、共享和协同，实现产业互联网。公司通过构建和运营全球领先的企业云服务平台 YonBIP，积极发展财务、人力、协同、营销、制造、采购、金融等 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，支撑与运营客户的商业创新，帮助企业客户实现数智化转型。

图56：用友云服务经营模式



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

**Iuap 集成技术优势，支撑云产品发展。** 用友 iuap 云平台是用友自主研发的新一代数字化、智能化、全球化、社会化、安全可信的商业创新服务平台，采用移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代技术，具有云原生、微服务、DevOps、低/无代码开发、社会化连接集成、混合云、数据智能、VPA/RPA 等丰富领域及行业应用融合的关键技术优势，形成以技术中台、业务中台、数据中台为核心的中台架构，支撑起公司领域云、行业云及平台生态的快速发展。

图57: 用友云平台 iuap



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

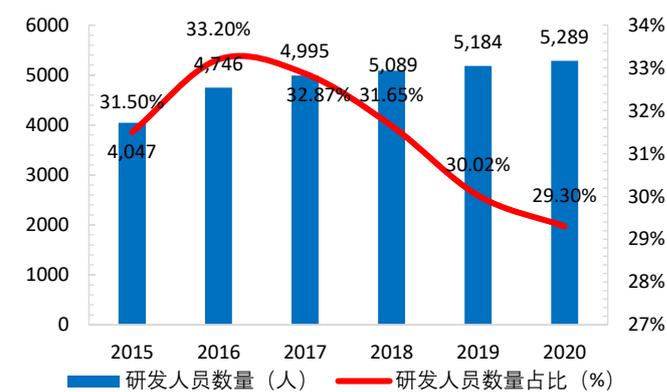
**研发支出占比 20%，提升产品核心竞争力。**公司始终注重构建自主研发能力，保障研发投入，形成研发体系，现已经形成在企业 and 公共组织数智化领域从平台、到领域、重点行业和生态的产品与技术研发体系。2020 年，公司研发支出 16.73 亿元，占总营收的 19.63%，高研发投入有力保障公司产品的竞争力。2020 年，公司发布定增方案，募资不超过 53 亿元，将主要用于 YonBIP 平台研发。

图58: 用友网络研发支出及占营收比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图59: 用友网络研发人员数量及占比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

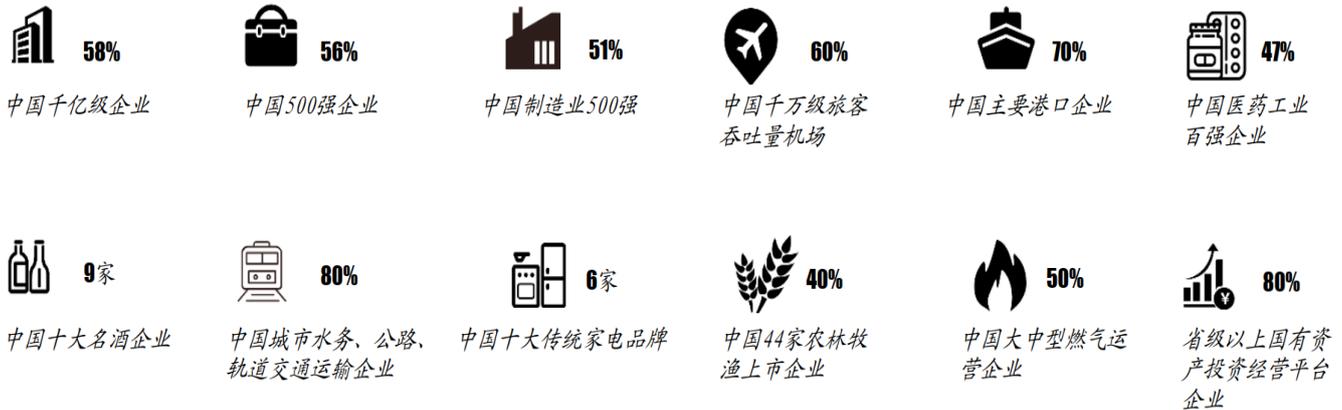
## 4.2、市场：大型市场为主，营销网络完善

**公司客户以大中型企业为主，营销网络完善。**公司长期占据我国大中型企业客户市场的较大份额，根据公司 2018 年投资者交流会披露，公司的客户在中国千亿元级企业中占比 58%、在中国 500 强企业中占比 56%、在中国主要港口企业中占比 70%、在中国十大名酒企业中占据 9 家、在城市水务、公路、轨交运营企业中占比

80%、在中国千万级吞吐量机场中占比 60%。此外，公司不断完善营销网络，目前拥有百余家分支机构，为国内大中型企业提供及时快捷的本地化服务，并在汽车、金融、烟草、电信和广电、财政等行业已具有非常成熟的营销网络及服务生态链。

**图60: 用友在中国大型企业市场份额较高**

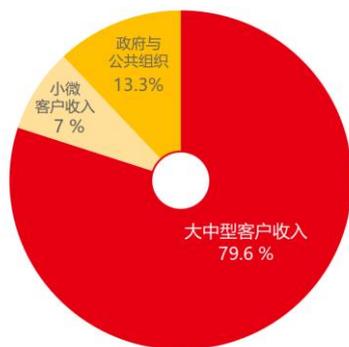
25,000+家用友服务的大型集团企业客户总数



资料来源：2018 投资者交流会，新时代证券研究所

大中型客户收入占比超过 90%，续费率达 98.96%。2020 年，用友网络收入结构中大中型客户、政府与公共组织占比达 93%，小微客户收入占比为 7%，大中型客户成为公司主要收入来源。此外，受大中型客户服务质量好、系统迁移成本高等因素影响，大中型客户具备更强的用户粘性，和更高的续费率，2020 年，公司大中型客户续费率为 98.96%，小微客户续费率为 71.68%。

**图61: 2020 年用友网络云收入结构**



资料来源：2020 年投资者交流会，新时代证券研究所

**图62: 2020 年用友网络云服务续费率**



资料来源：2020 年投资者交流会，新时代证券研究所

### 4.3、生态：伙伴数量稳增，战略推进提速

生态伙伴数量 8000+，生态应用数量 11000+。2019 年，用友正式发布“融合”新生态战略，提出构建和运营全球领先的商业和创新平台，服务千万客户，聚合十万伙伴，发展亿级社员。截至 2020 年底，公司共发展 8000+生态伙伴，11000+生态应用，2000+渠道伙伴，ISV 认证伙伴增加 30+，iuap 技术平台伙伴 110+，银行

生态伙伴增加 40+, 专业服务伙伴增加 70+。2021 年, 公司提出五大生态发展规划, 并配套 20 亿生态投资发展基金, 加速推进用友 YonBIP 平台生态建设。

图63: 用友生态持续丰富



资料来源: 2020 年投资者交流会, 新时代证券研究所

YonBIP 提供共创、集成和被集成三大生态合作模式。公司生态伙伴主要分为政府生态伙伴、公司生态伙伴、组织生态伙伴和个人生态伙伴, 主要通过共创、集成和被集成三大合作模式, 完善生态体系, 将产业边界从企业层面扩展至社会层面, 促进生态伙伴优秀成果的孵化和营销变现。目前, 用友积累数百万客户群体, 在 YonBIP 平台上, 如果生态伙伴能将自身沉淀的行业经验开发形成行业应用, 进行行业领域的推广, 赋能整个行业, 将会带来非常大的想象空间。

图64: YonBIP 生态伙伴定位



资料来源: 2021 年用友生态白皮书, 新时代证券研究所

#### 4.4、信创：领航国产适配，坚持自主创新

**坚持自主创新，领航国产适配。**用友在技术创新、产品研发、生态合作等方面持续支持我国信创产业发展，加入了信息技术应用创新工作委员会、中国电子商会自主创新与安全技术委员会、国家信息技术服务标准工作组等组织机构。目前，用友全系列适配了华为鲲鹏体系和中国电子 PKS 体系，并与中国电子、华为、阿里云、紫光、中电普华、东方通、达梦、神州通用、人大金仓、统信、蓝信等公司建立战略合作伙伴关系，实现了包含从服务器、芯片、存储、中间件、操作系统、数据库、企业云服务到上层应用的信创全栈覆盖。

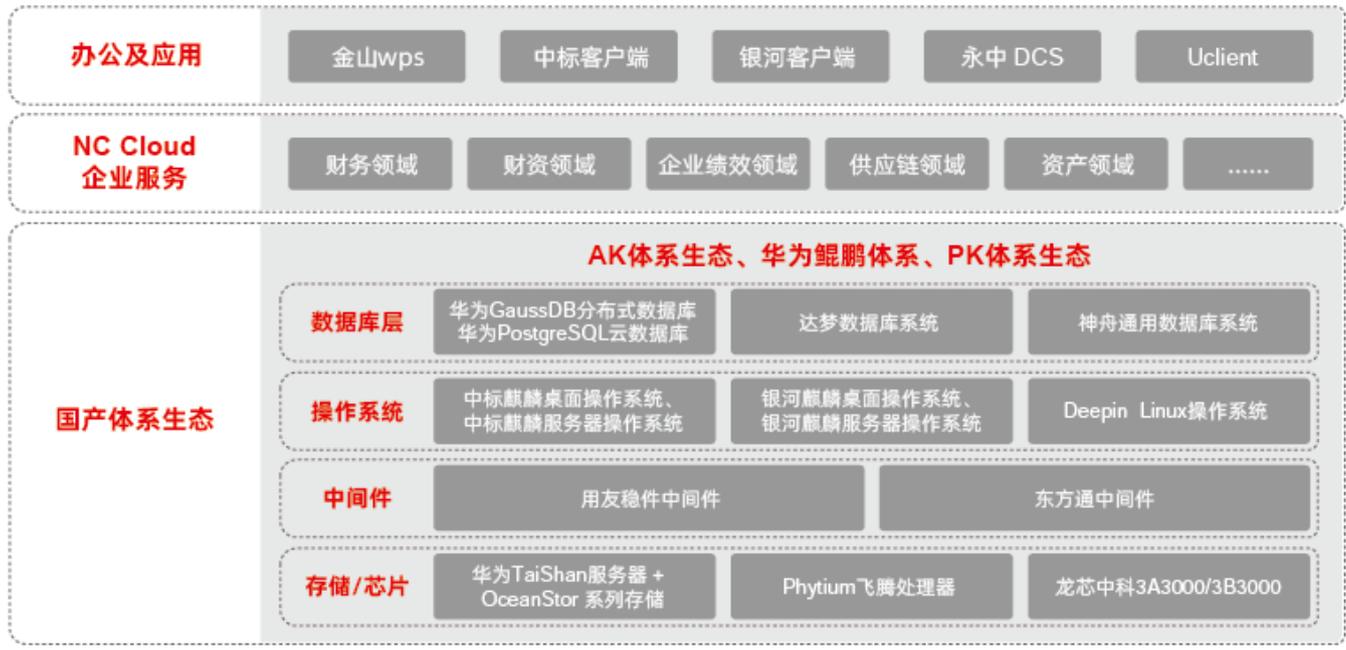
图65：用友国产化适配体系



资料来源：公司微信公众号，新时代证券研究所

**NC Cloud 全方位 100%支持国产化应用，安全防护能力优异。**NC Cloud 获得 PK 兼容认证、华为栈技术认证等，100%支持国产化应用。此外，NC Cloud 2020 符合原则性、自身防护、提供能力三方面要求，从三方面保障云平台的性能安全可靠：1) 云计算基础设施位于中国境内；确保云服务客户数据、用户个人信息等存储于中国境内。2) 能够检测到云服务客户发起的网络攻击行为，并能记录攻击类型、攻击时间、攻击流量等。3) 实现不同云服务客户虚拟网络之间的隔离；具有根据云服务客户业务需求提供通信传输、边界防护、入侵防范等安全机制的能力等。

图66: NC Cloud 全面支持国产化应用

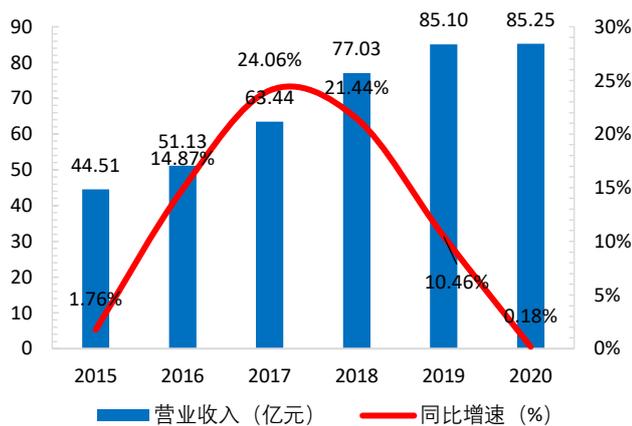


资料来源: 公司微信公众号, 新时代证券研究所

## 5、财务数据: 绩稳质优, 盈利改善

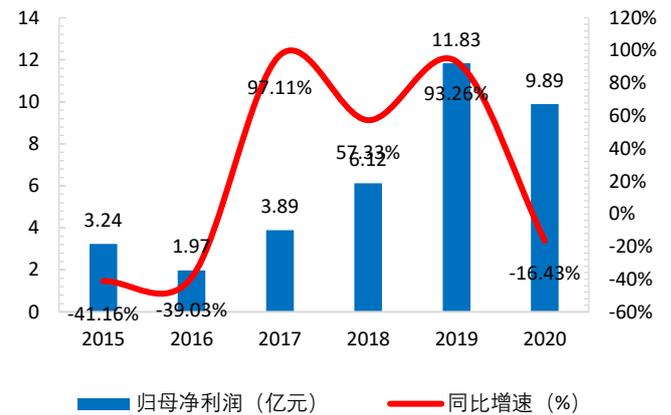
2020 年公司营收 85 亿元, 同比微增 0.18%。2019 年, 公司停止销售大型 ERP 产品 NC, 对公司业绩带来一定影响, 全年营收 85.10 亿元, 增速下行至 10.46%, 2020 年营收增速进一步下行至 0.18%, 主要系软件类产品以及金融服务业务收入占比下降所致。2020 年, 公司归母净利润达到 9.89 亿元, 受研发投入加大影响, 同比下降 16.43%。

图67: 用友网络营业收入



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

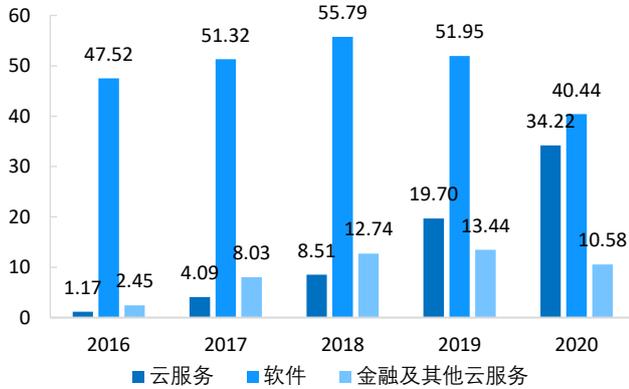
图68: 用友网络归母净利润



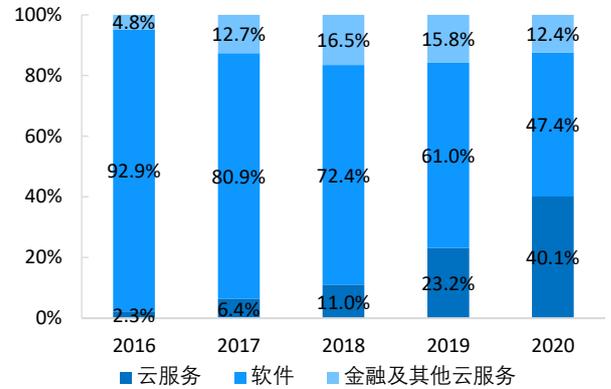
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

云收入占比达 40%，增长迅速。2020 年, 公司云服务/软件/金融及其他服务收入分别为 34.22/40.44/10.58 亿元, 占公司总营收的比重为 40.1%/47.4%/12.4%, 同比+17/-13.6/-3.4pct。软件业务占比持续下降, 主要受公司业务转型, 停售或停止更

新部分软件产品，以及部分软件用户迁移至云服务所致。金融及其他服务占比在2020年出现下降，主要是公司开始聚焦企业服务主营业务，剥离部分金融业务资产所致。

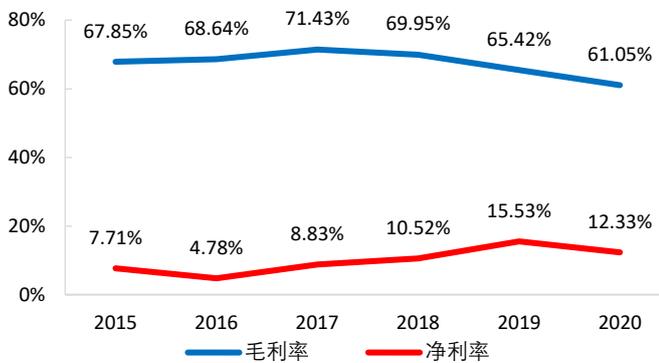
**图69: 用友网络各业务收入 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

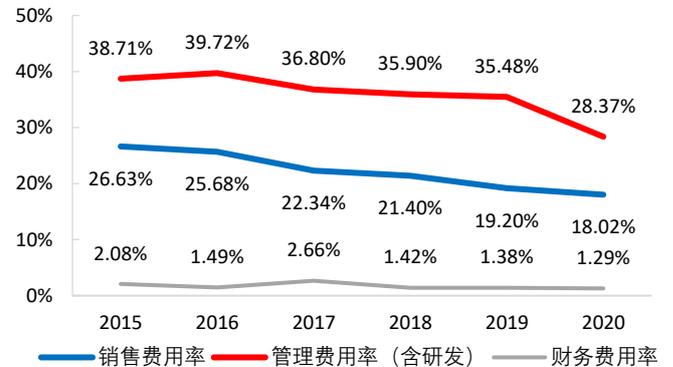
**图70: 用友网络各业务收入占比 (单位: %)**


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**费用率降幅明显, 净利率高于历史均值。**2020年, 公司销售毛利率为61.05%, 同比下降4.38pct, 近五年看处于下行区间。费用端, 2020年, 公司销售费用率/管理费用率(含研发)/财务费用率分别为28.37%/18.02%/1.29%, 同比-1.17/-7.11/-0.09pct, 费用率降幅显著。由此, 公司净利率为12.33%, 高于历史均值。

**图71: 用友网络毛利率/净利率**


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图72: 用友网络三项费用率**


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

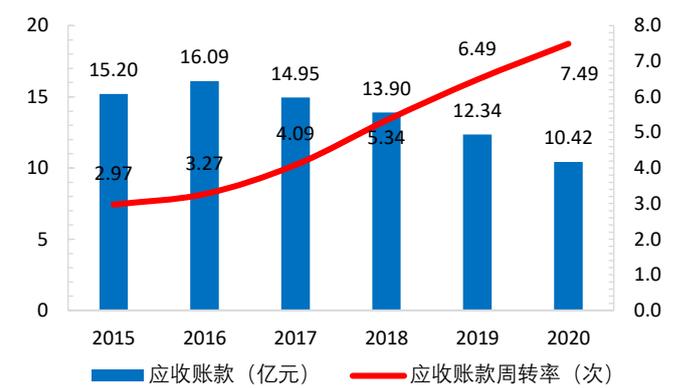
**现金流表现优异, 应收账款管理良好。**2020年, 公司实现经营活动现金流量净额16.13亿元, 经营活动净现金流与净利润比值为1.53, 且近六年均高于1.0, 体现出优异的经营质量。此外, 2020年, 应收账款为10.42亿元, 应收账款周转率为7.49, 达到近年峰值, 现金流持续改善, 体现了公司的应收账款管理能力和产业链地位的提升, 同时也受益于公司业务转型的影响。

图73: 用友网络经营活动净现金流



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图74: 用友网络应收账款及周转率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 6、投资建议: 目标市值 1432 亿元, 上调至“强烈推荐”评级

### 6.1、估值: 预计 2021 年云服务增速 80%, 目标市值 1432 亿元,

公司平台化战略目标明确, 坚持云优先、订阅优先, 部分原软件产品停更, 同时剥离部分金融业务, 聚焦主营业务。我们假设公司业务终局为基本实现完全云化, 并以订阅收入为主, 仅对公司云业务进行估值。结合公司 2020 年云业务进展以及公司战略规划。我们预计 2021-2023 年, 公司云服务收入分为 61.6、104.7、178 亿元, 增速分为 80%、70%、70%。

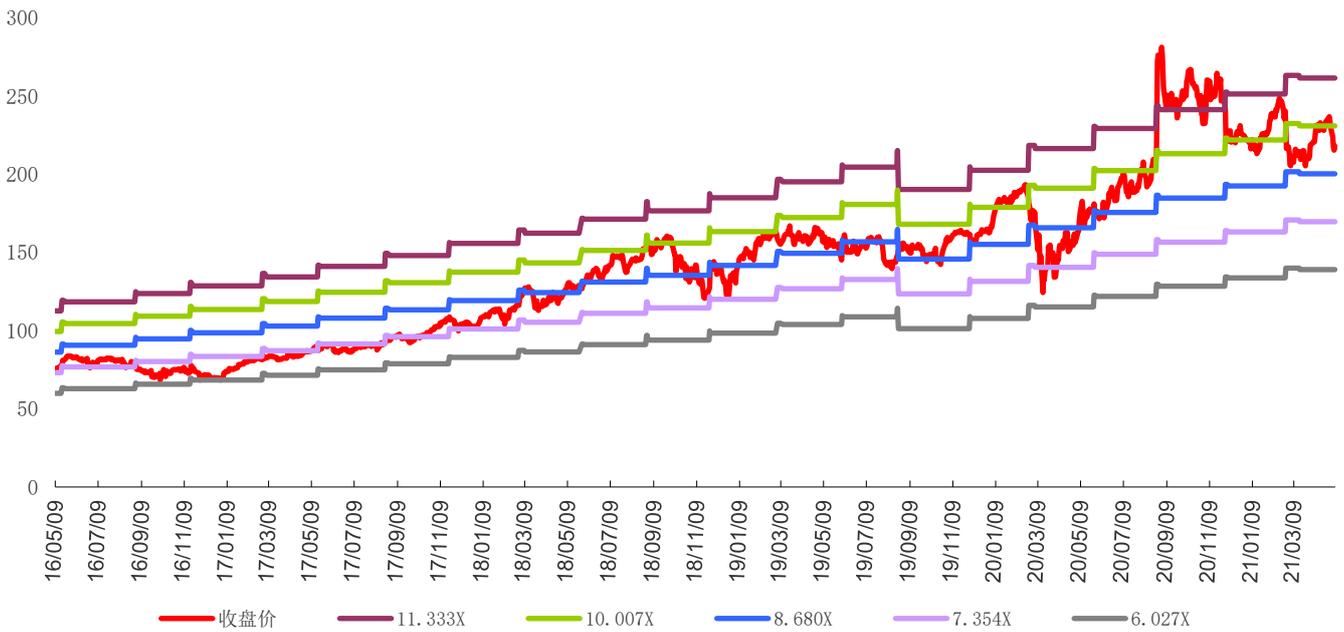
表5: 用友网络云服务业务收入预测

	2020	2021	2022	2023
云服务 (亿元)	34.22	61.60	104.71	178.01
同比增速 (%)	74%	80%	70%	70%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

企业级服务 SaaS 企业前期普遍采用强产品、强研发战略, 以求快速抢占市场, 导致费用投入较高, 净利润亏损或增速偏低。因此, 我们采用 PS 估值方法, 参考 Salesforce 估值, 2016-2021 年, Salesforce 的 PS 估值在 6-11 倍区间, 取平均值 8.63 倍, 假设稳态净利率 20%, 对应 PE 为 43.15 倍, 此期间 Salesforce 的营收 CAGR 为 26%, 对应 PEG 为 1.66, 我们以此作为用友网络合理 PEG 值。假设用友网络未来五年云业务收入 CAGR 为 70%, 对应合理 PE 为 116.2, 假设用友网络稳态净利率为 20%, 对应 PS 估值为 23.24 倍, 则 2021 年目标市值为 1432 亿元。

图75: 2016-2021 年 Salesforce PS-Bands (前复权)



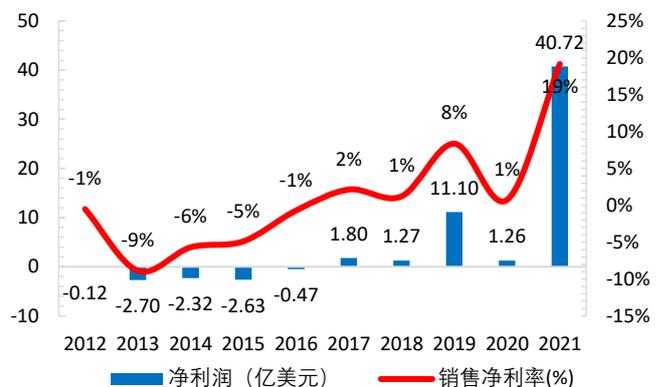
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图76: 2012-2021 年 Salesforce 营收及同比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图77: 2012-2021 年 Salesforce 净利润及净利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 6.2、投资建议: 云转型进展顺利, 上调至“强烈推荐”评级

公司是我国企业级服务龙头厂商, 云转型进展迅速, 战略 3.0 阶段向平台服务厂商转型, 有望借助软件升级、平台和生态建设进一步扩大市场份额。此外, “十四五”期间, 我国“数智化”发展或将提速, 下游客户需求有望被持续打开。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 13.64、16.90、21.22 亿元, 对应 PE 为 76、62、49 倍, 上调至“强烈推荐”评级。

表6: 用友网络与同行估值对比 (2021年5月14日)

股票简称	证券代码	市值 (亿元)	ROE	EPS (元)				PE				PB
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
600588.SH	*用友网络	1,042	13.11	0.30	0.42	0.52	0.65	105	76	62	49	15.1
002410.SZ	*广联达	787	5.16	0.28	0.55	0.8	1.03	238	121	83	64	12.5
688111.SH	金山办公	1,640	12.81	1.90	2.61	3.56	4.73	187	136	100	75	22.9
600570.SH	*恒生电子	911	29.02	1.27	1.52	1.87	2.19	69	57	47	40	22.6
300454.SZ	深信服	1,109	12.43	1.96	2.57	3.43	4.61	137	104	78	58	17.0

来源: Wind, 新时代证券研究所, 注: 非\*标记公司盈利预测为 Wind 一致预期

## 7、风险分析

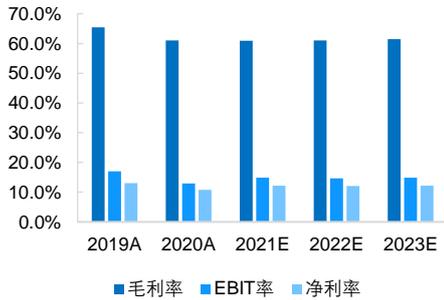
1、市场竞争。更多厂商(含大型互联网公司)进入企业互联网(To B)市场, 企业服务产业竞争加剧。

2、YonBIP 推进不及预期。公司大力推进 YonBIP 建设, 研发投入大幅提升。如果公司对企业需求的预测判断失误, 市场表现不及预期, 将导致公司资源的浪费和企业竞争力下降。

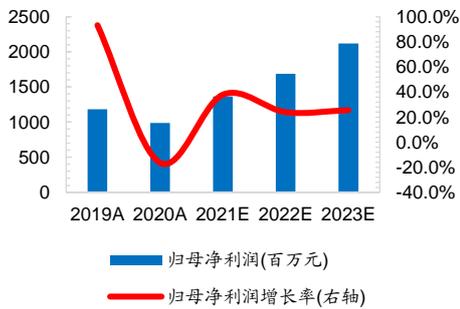
3、宏观经济影响下游需求。公司客户以企业为主, 如果宏观经济下行, 企业盈利困难, 将削弱其对管理软件升级和更新的需求。

## 附：财务预测摘要

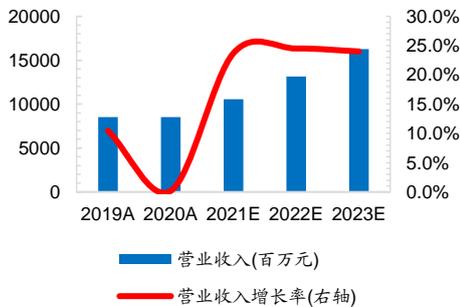
### 1、毛利率、EBIT率、净利率



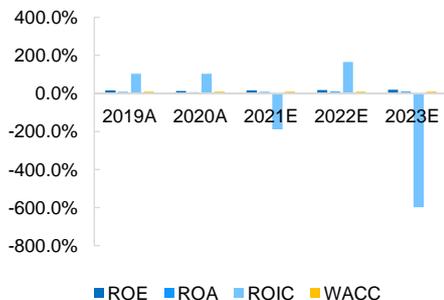
### 2、净利润及其年度增长率



### 3、营业收入及其年度增长率



### 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8510	8525	10545	13128	16279
营业成本	2942	3321	4123	5120	6268
折旧和摊销	334	357	300	326	377
营业税费	113	99	143	179	221
销售费用	1634	1537	1919	2376	2930
管理费用	1389	959	1265	1641	1954
财务费用	118	110	93	137	160
公允价值变动损益	235	52	50	50	50
投资收益	287	75	95	123	130
营业利润	1405	1121	1608	1969	2483
利润总额	1404	1126	1612	1973	2487
少数股东损益	138	63	152	160	213
归属母公司净利润	1183	989	1364	1690	2122

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	17538	16950	20707	20559	25026
流动资产	10168	8773	11575	10272	13488
货币资金	7147	5605	7630	6201	8151
交易型金融资产	221	230	230	230	230
应收帐款	1234	1042	1905	1707	2796
应收票据	133	110	193	183	284
其他应收款	456	433	651	705	974
存货	23	423	0	251	27
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1782	2473	3004	3602	4184
固定资产	2510	2432	2940	3588	4350
无形资产	870	1061	981	891	789
总负债	9244	8403	11298	10004	12893
无息负债	4805	5544	8368	7018	10212
有息负债	4439	2859	2930	2986	2681
股东权益	8294	8547	9408	10556	12134
股本	2504	3270	3271	3271	3271
公积金	1762	1096	1096	1096	1096
未分配利润	2395	2257	1366	21	-1295
少数股东权益	1122	1004	1156	1316	1529

现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1533	1613	3810	664	4619
净利润	1321	1051	1515	1850	2334
折旧摊销	334	357	300	326	377
净营运资金增加	-762	-605	-2045	1476	-1928
其他	639	810	4040	-2989	3836
投资活动产生现金流	-183	-894	-1109	-1308	-1448
净资本支出	376	592	416	560	669
长期投资变化	-180	-493	-532	-578	-582
其他资产变化	13	-795	-1226	-1326	-1362
融资活动现金流	-155	-2315	-675	-784	-1221
股本变化	586	767	0	0	0
债务净变化	1675	-841	2895	-1294	2889
无息负债变化	753	739	2823	-1350	3194
净现金流	1189	-1602	2025	-1429	1950

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	10.5	0.2	23.7	24.5	24.0
净利润增长率	63.1	-20.4	44.1	22.1	26.2
EBITDA 增长率	44.6	-18.2	27.8	20.7	24.4
EBIT 增长率	46.8	-24.0	42.0	23.0	25.9
<b>估值指标</b>					
PE	116.2	121.3	76.4	61.6	49.1
PB	10.8	20.0	12.6	11.3	9.8
EV/EBITDA	57.4	70.1	53.9	45.4	35.7
EV/EBIT	70.6	92.7	64.2	53.0	41.3
EV/NOPLAT	75.1	99.3	68.3	56.6	44.0
EV/Sales	12.0	12.0	9.5	7.8	6.1
EV/IC	8.8	9.8	9.0	8.3	7.5
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	65.4	61.0	60.9	61.0	61.5
EBITDA 率	21.0	17.1	17.7	17.1	17.2
EBIT 率	17.0	12.9	14.8	14.7	14.9
税前净利润率	16.5	13.1	15.3	15.0	15.3
税后净利润率 (归属母公司)	13.1	10.8	12.2	12.1	12.2
ROA	7.5	6.2	7.3	9.0	9.3
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.9	12.3	16.1	17.5	19.2
经营性 ROIC	103.1	103.6	-187.9	165.4	-597.3
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0
归属母公司权益/有息债务	1.6	2.6	2.8	3.1	4.0
有形资产/有息债务	2.9	3.9	5.0	4.6	6.7
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.47	0.30	0.42	0.52	0.65
每股红利	0.26	0.20	0.22	0.23	0.23
每股经营现金流	0.80	0.61	1.16	0.20	1.41
每股自由现金流(FCFF)	0.78	0.55	1.04	0.03	1.20
每股净资产	2.86	2.31	2.52	2.82	3.24
每股销售收入	3.40	2.61	3.22	4.01	4.98

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马笑**，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网软件公司实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>