

# 用友网络 (600588.SH)

## 景气加速与竞争力认知的拐点

技术进步、数字化转型成为经济结构调整重要动力，内生需求驱动企业级 SaaS 快速发展，国产替代加速云 ERP 领军用友成长。把握 B 端 SaaS 机遇，随国内企业对运营效率和数字化转型的进程加快，艾瑞预测 2021 年国内企业 SaaS 市场规模将达 654.2 亿元。2020-2022 年将保持 39% 的复合增长，以用友为代表的管理软件有望受益于国产化浪潮，微观证据包括 SAP 亚太区收入（除日本）2017 年至 2019 年复合增速 1.5%，用友约 11%，此外在银行、能源等行业多有替代案例。此外，2020 年用友精智工业互联网平台发布四大核心能力：制造中台、AIoT、工业大脑、标识解析。

竞争格局边际改善，订单持续验证产品竞争力，中报有望成认知分水岭，后续国产替代、友商良性竞争有望渐次展开。大客户仍是用友优势所在，订单验证强产品竞争力，用友近期在大型央企及商业银行领域斩获多个千万级大单。典型的，用友与国投集团签署超 4000 万订单，与航天科技集团神软公司签署数字化转型合作，作为第一名中标重庆中烟数字化建设项目。商业银行领域，邮储银行 HR 项目、光大银行 HR 项目纷纷落地。预期中报“云+软件”的稳健增长，伴随对海外竞争对手 SAP、Oracle 的国产替代、友商之间的有序竞争，用友产品与服务竞争力将进一步得以验证。

云化改善商业模式，生态战略提升行业解决方案竞争力，YonBIP 快速发展不断提高客户粘性与单客户价值。随下游企业从提升管理效率向商业创新需求转变，用友推出云服务平台型产品 YonBIP，目前平台研发已迭代至第三代，具备八大核心领域 SaaS 服务，为公司自身产品、大型企业客户以及行业合作伙伴和众多 ISV 提供开发环境，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。

剥离非主营业务，推进定增进展，内生外延双轮驱动云业务版图。2021 年 2 月、6 月，用友宣布收购大易招聘云 56.57% 股权、100% 收购柚子移动股权。此前，用友汽车拆分并于科创板上市，同时拟将友金控股 44.62% 的股权转让给用友企业管理研究所，剥离后将不再持有类金融资产，8 月 2 日定增项目已过会，用友平台战略清晰，坚持云优先、订阅优先，同时满足大客户私有云场景部署，战略聚焦云主业，竞争力有望进一步加强。

盈利预测：预测公司 2021/22/23 年营收分别为 95.26/118.76/150.1 亿元，归母净利润分别为 11.66/14.70/17.80 亿元，其中云+软件业务收入分别为 94/118.3/149.46 亿元，考虑公司所处赛道空间持续扩容、与主要竞争对手之间竞争格局相对改善，大客户客群保持稳健，中小企业持续改善云业务收入质量，给予公司 2022 年 17X PS，对应目标市值约 2011.1 亿元，维持“买入评级”。

风险提示：宏观经济下行风险、云业务转型不达预期、市场竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	9,526	11,876	15,010
增长率 yoy (%)	10.5	0.2	11.7	24.7	26.4
归母净利润(百万元)	1,183	989	1,166	1,470	1,780
增长率 yoy (%)	93.3	-16.4	17.9	26.1	21.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.30	0.36	0.45	0.54
净资产收益率 (%)	15.9	12.3	13.6	15.6	17.0
P/E (倍)	108.9	130.3	110.5	87.6	72.4
P/B (倍)	18.0	17.1	16.0	14.6	13.1

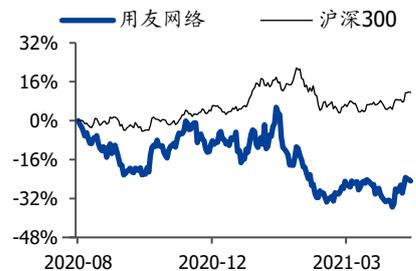
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 08 月 02 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
08 月 02 日收盘价	39.38
总市值(百万元)	118,404.04
总股本(百万股)	3,270.83
其中自由流通股(%)	99.40
30 日日均成交量(百万股)	11.97

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

#### 相关研究

- 《用友网络 (600588.SH): 云收入大幅超预期》2021-04-28
- 《用友网络 (600588.SH): 云收入高速增长, YonBIP 平台广受客户好评》2021-03-28





## 内容目录

一、新赛道：数智化、云原生、国产化三大机遇 .....	5
二、新产品：产品矩阵持续完善，深度赋能各层级客户 .....	10
1. YonBIP 大型客户进展顺利，市占率有望持续提升 .....	12
2. YonSuite 升级中型企业云服务，坚持云、订阅优先 .....	13
3. 畅捷通领航小微企业云需求，把握广阔长尾市场 .....	15
4. 工业互联网时代来临，用友精智平台值得重点关注 .....	17
三、新格局：企业级 SaaS 空间广阔，云 ERP 龙头用友堪称脊梁 .....	19
1. 把握企业软件 SaaS 趋势，国产替代加速龙头成长 .....	19
2. 订单验证大客户能力，竞争格局边际改善 .....	21
四、新机遇：景气加速与竞争力认知拐点已至，把握中长期配置机遇 .....	23
五、盈利预测与投资建议 .....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 2018-2021 年“高质量发展” .....	5
图表 2: 2015-2020 年 GDP 同比增速 (%) .....	5
图表 3: 近年“数字经济”相关政策梳理 .....	6
图表 4: 2016-2020 年中国三大产业数字经济渗透率 .....	6
图表 5: 传统 ERP 与 SaaS ERP 对比 .....	7
图表 6: 中国企业级应用软件 SaaS 市场规模 .....	8
图表 7: 各国家 2018 年公有云支出对比 .....	8
图表 8: 2017-2022 年中国本地部署与 SaaS 版市场份额预测 .....	8
图表 9: 近年国产替代相关政策梳理 .....	9
图表 10: 中国 Top 10 软件厂商市场份额 (2013 年) .....	10
图表 11: 中国 Top 10 软件厂商市场份额 (2017 年) .....	10
图表 12: 2017 年我国整体 ERP 市场占有率情况 .....	10
图表 13: 2017 年我国高端 ERP 市场占有率情况 .....	10
图表 14: 用友产品云分类及商业模式 .....	11
图表 15: 用友精智互联网平台整体业务流程 .....	11
图表 16: 2018-2020 年按客户规模分类云服务收入情况 .....	12
图表 17: YonBIP 用友创新平台总体服务架构 .....	13
图表 18: YonSuite 全景概览 .....	14
图表 19: “SaaS+PaaS+生态”一体化平台服务 .....	14
图表 20: 畅捷通数智财税和数智商业战略布局 .....	15
图表 21: 数智财税产品创新及商业模式演进 .....	15
图表 22: 数智商业产品创新及商业模式演进 .....	15
图表 23: 畅捷通多元化销售模式 .....	16
图表 24: 云业务收入占比不断提高 .....	16
图表 25: 畅捷通财务云产品竞争力突出 .....	17
图表 26: 云服务渐由财务及管理服务延伸至前端营销 .....	17
图表 27: 畅捷通用户数稳健增长 .....	17
图表 28: 2018 年全国重点行业行业智能制造就绪率 .....	18

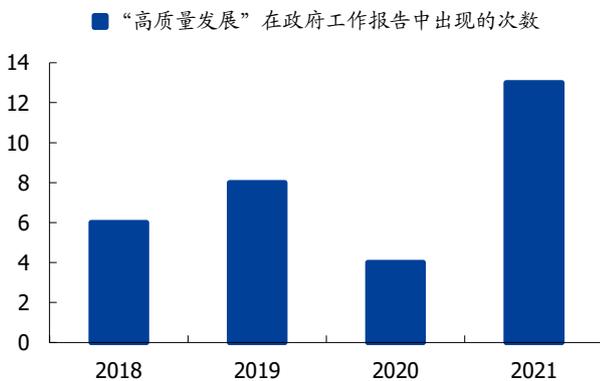
图表 29: 近年工业互联网相关政策梳理.....	18
图表 30: 2018-2020E 中国工业互联网核心产业规模.....	19
图表 31: 用友精智互联网平台整体业务流程.....	19
图表 32: 中国企业级 SaaS 市场规模.....	20
图表 33: 国内各领域 SaaS 规模.....	20
图表 34: 国内各行业 SaaS 规模.....	20
图表 35: 中国企业级 SaaS 产业图谱.....	21
图表 36: 用友网络近期在国产替代、友商竞争中斩获超千万的部分大单.....	22
图表 37: 国内外 ERP 软件厂商及主要业务.....	22
图表 38: 国内 ERP 企业云化进程.....	23
图表 39: 用友网络较可比 AH 公司明显折价.....	24
图表 40: 用友网络“云+软件营收”预测.....	25

## 一、新赛道：数智化、云原生、国产化三大机遇

### 1. 数字化转型成为经济结构调整重要动力

宏观经济逐步转向高质量发展，技术进步、数字化转型成为经济结构调整重要动力。1) “高质量发展”最早在2017年12月中央经济工作会议上被首次提出，2021年政府工作报告对“高质量发展”的强调显著增加，指出要以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为基本动力，确保“十四五”开好局起好步，影响深远。2) 产业层面，高质量发展对应的是企业自身对传统要素的有效利用、对新技术及新要素的积极引入，科技创新将成为新旧动能转换的重要抓手，数字化转型成为精细化运营的必要途径。

图表1: 2018-2021年“高质量发展”



资料来源：相关机构官网，国盛证券研究所

图表2: 2015-2020年GDP同比增速(%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**政策进一步激发数字经济“牵引力”，加速企业数字化转型进程。**1) 根据中国信通院报告，数字经济包括“四化”框架，“数字产业化”和“产业数字化”体现对生产力的精细运营、“数字治理化”体现对生产关系的改造重塑、“数据价值化”体现数据信息的生产要素价值。2) 2017年3月，数字经济首次被写入政府工作报告；2020年以来，相关政策对数字经济展现出较大的重视，大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打通数据供应链，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，积极形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系。

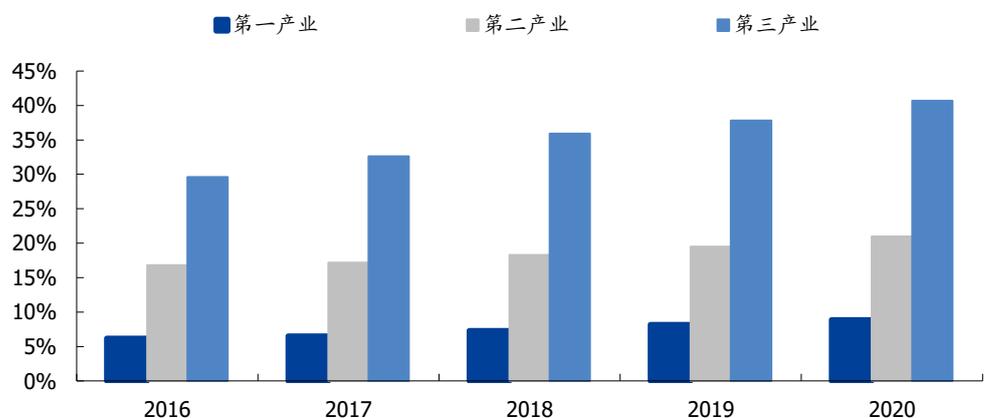
图表3: 近年“数字经济”相关政策梳理

时间	政策	相关内容
2017年3月	2017年政府工作报告	数字经济首次被写入政府工作报告: 深入推进“互联网+”行动和国家大数据战略, 推动“互联网+”深入发展、促进数字经济加快成长, 让企业广泛受益、群众普遍受惠。
2018年9月	关于发展数字经济稳定并扩大就业的指导意见	以大力发展数字经济促进就业为主线, 以同步推进产业结构和劳动者技能数字化转型为重点, 加快形成适应数字经济发展的就业政策体系, 大力提升数字化、网络化、智能化就业创业服务能力。
2019年11月	国家数字经济创新发展试验区实施方案	各试验区坚持新发展理念, 结合各自优势和结构转型特点, 在数字经济要素流通机制、新型生产关系、要素资源配置、产业集聚发展模式等方面开展大胆探索, 充分释放新动能。
2020年4月	关于推进“上云用数赋智”行动, 培育新经济发展实施方案	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。
2020年4月	关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见	加快推进产业数字化转型, 壮大实体经济新动能。加快传统企业数字化转型步伐, 建立政府-金融机构-平台-中小微企业联动机制, 发展普惠性“上云用数赋智”。
2020年7月	关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见	明确将数据作为一种新型生产要素写入政策文件。提出加快培育数据要素市场, 推进政府数据开放共享, 提升社会数据资源价值, 加强数据资源整合和安全保护。
2021年3月	2021年政府工作报告	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

资料来源: 相关机构官网, 国盛证券研究所

**产业数字化发展深入推进, 渗透率稳步提升。**企业数字化转型大背景下, 大量企业通过信息化手段优化经营流程, 并利用大数据、工业互联网等加强供需精准对接、高效生产和统筹调配, 疫情对转型过程也起到了一定的催化作用。2020年, 我国服务业、工业、农业数字经济渗透率分别为40.7%、21.0%和8.9%, 相比2019年分别提升2.9%、0.5%及0.7%个百分点, 产业数字化转型提速, 融合发展向深层次演进。

图表4: 2016-2020年中国三大产业数字经济渗透率



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所 (注: 渗透率为各产业数字经济占行业增加值比重)

## 2. 云计算比较优势明显, 加速企业数智化进程

云技术具备成本低、协同性高、迭代快、部署灵活等多种优点, 加速企业数智化进程。

1) 传统软件一般为一次性付费, 收费较高, 云化模式下一般采取定期支付订阅费用, 由此降低客户购买力门槛, 吸引长尾新客户进入公司服务体系。2) 云端化特性促使企业自身生态链上的各个业务系统相互打通, 数据共享, 为企业自动生成相关的数据关联报表, 建立大数据体系, 使企业走向商业智能化。3) 因为程序架构的关系, 传统软件升级系统的过程复杂, 需要耗费一定的人力及时间成本, 版本升级时间间隔较长, 云软件的升级通常是在客户“毫无察觉”的情况下完成的, 通常在一两个小时内完成, 并且在升级的时间段不影响客户在平台内完成大部分的工作, 在线升级完成后, 用户仅需将系统在线按提示自动升级后即可使用。同时, 由于客户数据、业务均部署在云上, 公司可通过数据产业链的运营进一步挖掘用户的衍生需求, 持续提供增值服务, 提升 LTV。4) 大企业 ERP 系统庞杂, 从软件需求调研、方案设计、到软件安装部署及数据库安装; 硬件设备从布线到服务器安装、设置、调试等, 完成整个部署需要一年甚至更久的时间。SaaS 平台的云 ERP 系统软件项目部署仅需 1~2 月就可完成。而且部署期间只需要专注于业务流程即可, 无需关心从软件到硬件的安装, 也省却了应用软件服务器、数据库服务器、软件及数据库备份系统、存储系统等产生的, 少则十万八万, 多则数十万的硬件环境成本。

图表 5: 传统 ERP 与 SaaS ERP 对比

	传统 ERP	SaaS ERP
实施周期	3-6 个月。包括设备采购、安装调试、系统部署周期 (2 周-2 个月)。	在线申请, 立等可用: 无需设备采购调试、服务器人工部署。
系统运维	成本较高, 需请专门的运维人员。	无运维成本: 云 ERP 能够提供 7*24 小时技术支持。
系统扩容	成本高、时间长, 有一定风险。需重新采购服务器、部署系统。	成本低, 时间短。
系统访问	本地访问, 性能一般。	随时随地访问, 更高可用性, 智能网络负载均衡。
数据安全	需公司自行备份数据, 安全性较低。	数据安全性能更高: 实时热备, 保证数据安全和系统高可用; 数据多重冷备, 异地数据中心远程灾备。
系统安全	普通安全级别。	重视系统安全: 服务器双重网络保护, 防火墙+服务器集群单独 VLAN 隔离等

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

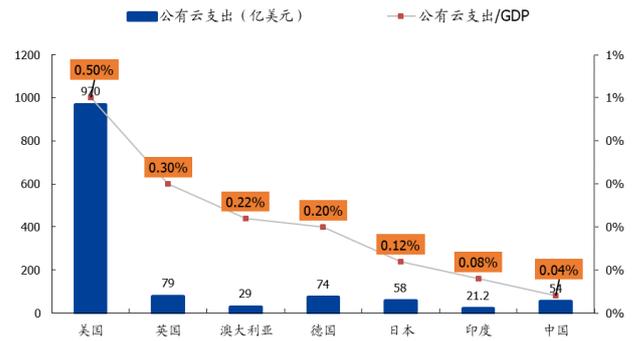
**数字化经济时代, 中国 SaaS 领域存在巨大发展空间。**1) 数字经济时代中, 企业数字化转型是应对新时代发展的迫切要求。随着数字化转型和业务升级的节奏加快, 企业上云的需求日益强烈。根据 IDC 数据, 预计 2024 年中国企业级应用软件 SaaS 市场规模将超过 100 亿美元, 2022-2024 年复合增速超过 35%。2) 从全球主要国家的对比来看, 2018 年美国在公有云上面的支出达 970 亿美元, 占比 GDP 的 0.5%, 中国公有云支出为 54 亿美元, 前者是后者的 18 倍, 如果从 GDP 占比上看, 中国公有云占比 GDP 的比例仅为 0.04%, 这一比例甚至低于印度。因此, 随着企业化转型加速, 中国的云计算和 SaaS 存在巨大的发展空间。

图表 6: 中国企业级应用软件 SaaS 市场规模



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

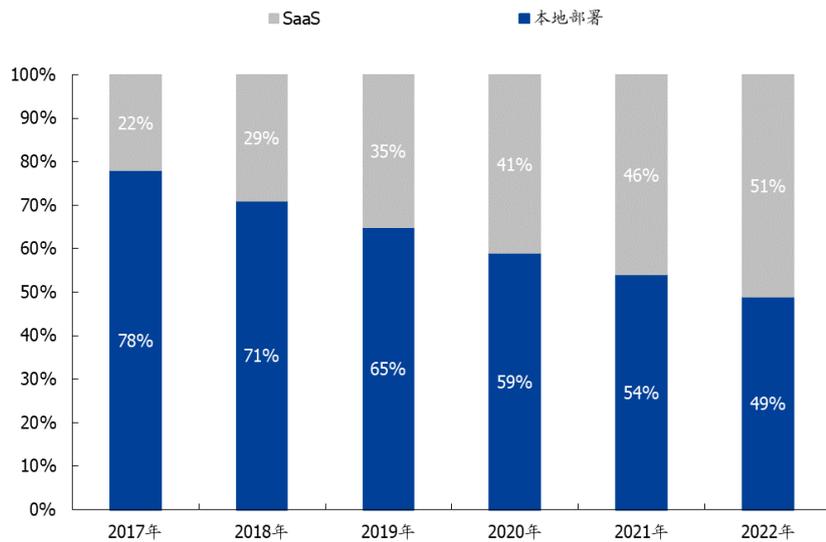
图表 7: 各国家 2018 年公有云支出对比



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

云 ERP 大规模应用时代已开启。根据 Gartner 统计, 到 2018 年底, 在大型企业中至少 25% ERP 将会被部署到公有云上。到 2020 年底, 有更换系统需求的大型企业中, 将有超过半数会从传统的本地部署许可证模式转向公有云模式。到 2025 年, 基于云的 ERP 需求将超过整个 ERP 市场的 65%。

图表 8: 2017-2022 年中国本地部署与 SaaS 版市场份额预测



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

### 3. 国产替代拐点已至, 催化龙头企业加速成长

国产化替代大势所趋, 国产软件品牌显著受益。近年来, 随着科技的竞争与角逐日益加剧, 国产化替代已经上升到国家战略地位, 我国科技产业也在积极谋求包括 IT 技术设施、基础软件、应用软件、信息安全在内的国产化替代。从 2014 年起, 我国陆续颁布了有关电信领域、互联网领域以及军队和国家公务机关领域的一系列关于维护国家信息安全、实现自主可控的法律法规和相关政策, 这些政策为我国计算机行业的国产品牌提供了绝佳的发展机遇。

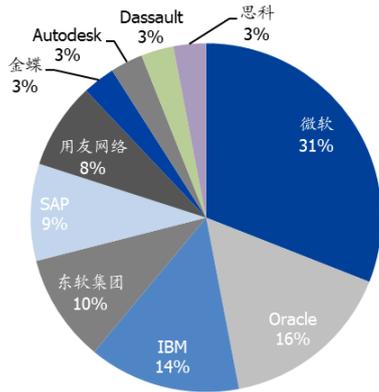
图表 9: 近年国产替代相关政策梳理

时间	机构	政策	内容
2013年11月	中央国安委		国家安全委员会成立
2014年2月	网信办		中央网络安全和信息化领导小组成立, 提出没有网络安全就没有国家安全
2014年5月	网信办	《加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	对网络基础设施安全防护、推进安全可控关键软硬件应用、网络数据和用户个人信息保护等做出强调; 指出关系国家安全和公众利益的系统使用的重要技术产品和服务, 应通过网络安全审查
2014年5月	国家采购中心	《关于进行信息类协议供货强制节能产品补充招标的通知》	国家采购中心要求政府机关不允许安装 Win 8 操作系统
2015年3月	国家采购中心		政府采购名单调整, 外国科技产品数量下降 1/3, 删除苹果、McAfee 和思科等外国企业, 增加上千国产品牌
2016年11月	全国人大	《网络安全法》	《网络安全法》审议通过。这是我国第一部网络空间安全管理方面的基础性法律, 填补了在网络安全领域的法律空白, 明确了相关责任主体的法律责任及明确的处罚条例, 是我国网络法制建设的重要里程碑。
2016年12月	网信办	《国家网络空间安全战略》	第一份关于网络空间安全的战略性文件, 对网络空间安全进行全面顶层设计, 是指导国家网络安全工作的纲领性文件
2017年5月	网信办	《网络产品和服务安全审查办法》	党政部门及重点行业优先采购通过审查的网络产品和服务, 不得采购审查未通过的网络产品和服务
2018年3月	中共中央	《深化党和国家机构改革方案》	将中央网络安全和信息化领导小组改为中央网络安全和信息化委员会。机构改革方案强调了网络安全的重要性, 进一步推进信息安全与国产化。
2018年4月	网信办、证监会	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用, 规范和促进网信企业创新发展, 推进网络强国、数字中国建设。
2020年8月	国务院	《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》	鼓励集成电路和软件产业发展的财税、投融资、人才、研究开发、知识产权、进出口等政策, 优化集成电路产业和软件发展环境
2020年9月	发改委、科技部、工信部、财政部	《关于扩大战略性新兴产业投资、培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加大 5G 建设投资, 加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关, 大力推动重点工程和重大项目建设

资料来源: 相关机构官网, 国盛证券研究所

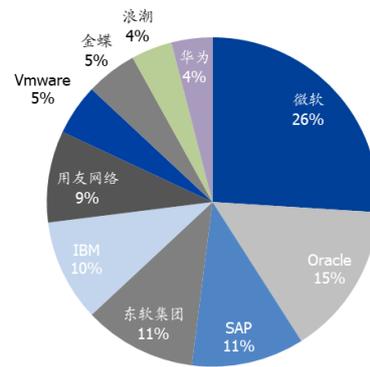
在国产化的政策推动以及国产软件研发投入加大的前提下, 我国国产软件的市占率持续走高, 根据 IDC 数据, 2013 年中国排名前十的软件厂商里中国厂商 (东软集团、用友网络、金蝶) 共有三家, 市占率为 21%, 到了 2017 年排名前十的中国厂商 (东软集团、用友网络、金蝶、浪潮、华为) 共有 5 家, 中国厂商的市占率已经提升到了 33%。

图表 10: 中国 Top 10 软件厂商市场份额 (2013 年)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 11: 中国 Top 10 软件厂商市场份额 (2017 年)

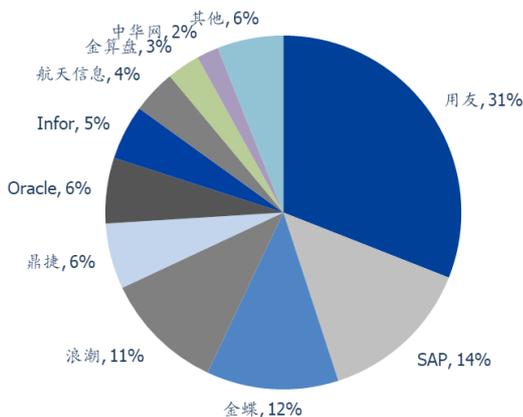


资料来源: IDC, 国盛证券研究所

受益于软件国产化浪潮, 国产 ERP 软件市占率上升趋势明显。目前在我国整体 ERP 市场, 用友和金蝶两家的市场占有率达到 43%。前十大 ERP 软件中, 国产品牌有 7 席, 总市场份额有 69%; 国外品牌有 3 席, 市场份额共计 31%。整体来, 国产品牌 ERP 软件占据了绝对优势。

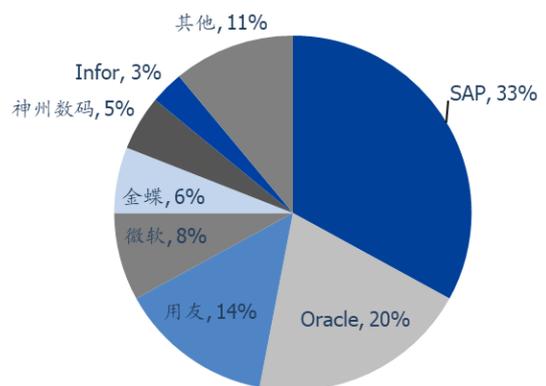
高端市场中国外品牌依然保持一定优势, 国产厂商有望弯道超车。1) 附加值较高的高端 ERP 市场, 截至 2017 年, SAP 和 Oracle 共计占据了 53% 的市场份额; 用友和金蝶在高端 ERP 市场的份额分别只有 14% 和 6%, 神州数码 (鼎捷) 有 5% 的市占率。除此之外, 微软还占据了 8% 的份额。Infor 则有 3% 的份额。这主要是由于大型的跨国公司普遍采用 SAP 和 Oracle 的 ERP 系统, 且部分大型国有企业也是 SAP 和 Oracle 的重要客户。因此, 在大型的央企、国企中, 仍然存在较大的国产化替代空间。2) 呈国产替代之风, 以用友为代表的管理软件有望受益于国产化浪潮, 实现对国外 ERP 的弯道超车。

图表 12: 2017 年我国整体 ERP 市场占有率情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 13: 2017 年我国高端 ERP 市场占有率情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

## 二、新产品: 产品矩阵持续完善, 深度赋能各层级客户

作为传统 ERP 管理软件的国内龙头企业, 用友网络从 2014 年来紧抓国内行业上云大趋势和政策驱动的机会, 适时推出了包括 US Cloud、NC Cloud、Yonsuite、YonBIP、iUAP 平台、用友精智工业互联网平台、领域云、行业云等云产品, 并投入了大量人员和研发在云服务行业, 我们认为在国内企业数智化转型的背景下, 以及企业对于云服务的

接受程度日益深化，用友网络有望构建一套完整的企业云服务生态，成为云服务领域的龙头企业。

大中小客户产品线齐全，矩阵持续完善。1) 经过 30 年的发展和经营，公司已经形成庞大的客户技术和高粘度的用户群体，中国 500 强企业超过 60% 与用友建立了合作关系。2) 面对不同客户，公司推出不同的产品线满足相应需求。大型企业方面，产品由传统软件的 NC 到云 ERP 的 NCCloud，再到 YonBIP 商业创新平台不断进化；中型企业方面，产品由传统软件的 U8 到云端部署的 U8Cloud，再到 YonSuite 商业创新平台；小微企业方面，传统软件 T+ 进化为 T+Cloud 云产品，再进化为好会计、好生意、易代账等云原生产品。

图表 14: 用友产品云分类及商业模式

目标客户	BIP—商业创新平台				云ERP			
	云产品	技术架构	部署模式	收费模式	产品	技术架构	部署模式	收费模式
大型企业	YonBIP 用友商业创新平台	云原生	私有云 公有云	许可模式 订阅模式	NCCloud	云原生	公有云	订阅模式 (公有云)
中型企业	YonSuite 成长型企业云服务	云原生	公有云	订阅模式	U8Cloud	SOA架构	私有云	许可模式 (私有云)
小微企业	好会计、好生意、易代账	云原生	公有云	订阅模式	T+Cloud	SOA架构	公有云 私有云	订阅模式

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

工业互联网时代来临，用友精智平台值得关注。1) 工业互联网作为我国制造业转型升级的关键利器，近年来在政策支持下，发展速度不断加快。2021 年，工信部如期印发工业互联网第二个工作计划，产业政策再定新高度。智能制造大环境叠加政策大力推进，工业互联网驶入快速发展期。2) 公司在工业互联网领域坚实发展，用友精智工业互联网平台连续第二年入围工业和信息化部“跨行业跨领域工业互联网平台清单”，以云原生制造中台、精智 AIOT 平台、精智工业大脑、精智工业互联网标识解析为四大核心能力。截至 2021 年 8 月 3 日，平台已注册工业企业 1443905 家，其中包括大型企业 10462 家、中小型企业 1433443 家，平台用户数 6376931 人、活跃用户数 1981826 人，平台开发者数 37535 人，活跃开发者数 8923 人，已落地冶金、化工、机械加工、汽配、中医药、日化等 10 个行业子平台，并支撑双良、鞍钢等企业建成一系列智能服务云平台，帮助新朋联众、大西洋等众多企业建成智能工厂。

图表 15: 用友精智工业互联网平台整体业务流程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 1. YonBIP 大型客户进展顺利，市占率有望持续提升

大客户覆盖优势明显，云时代付费能力更强。1) 公司在软件时代起即在大型企业方面具有相当的优势，其在客户服务方面很重视，NC、U9 等产品都由总部实施人员负责交付。截至 2020 年，中国 500 强企业超过 60% 与用友建立了合作关系。2) 云转型后，公司凭借对大客户一贯的了解，为相应企业提供良好的产品支持，大中型企业客户依旧是云服务收入的主要来源，2020 年，大中型企业云服务业务占云服务收入(不含金融类业务)比重为 79.64%。

图表 16: 2018-2020 年按客户规模分类云服务收入情况

	2018 年	2019 年	2020 年
付费用户数 (万家)	36.2	51.22	60.16
YoY (%)		41.5%	17.5%
大中企业客户 (百万元)	813	1824	2726
YoY (%)	111.90%	124.4%	67.9%
小微企业 (百万元)	38	146	241
YoY (%)	54.80%	289.1%	65.2%
政府和公共组织 (百万元)		201	456
YoY (%)			127.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**YonBIP 不断提升产品力，全面服务大型企业数智化转型和商业创新。**公司面向大型企业提供用友商业创新平台 YonBIP 和 NCCloud 的混合云解决方案，2021Q1 发布了 YonBIP 旗舰版 (公有云) 202102 版。

**YonBIP 定位为数智商业应用基础设施和企业服务产业共创平台**，具有数字化、智能化、高弹性、安全可信、社会化、全球化、平台化、生态化八大特性，采用云原生、微服务、中台化、数用分离等全新的架构，提供营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同等核心领域云服务和金融、能源、建筑、汽车、烟草、财政等行业云服务，并开展与生态伙伴合作，服务更多的细分领域和行业客户，全面支撑企业、产业链与价值网的数字化、智能化协同，使能企业商业创新。

**iuap 作为 YonBIP 的 PaaS 云平台**，是其坚实的支撑底座，通过平台赋能企业商业创新。**低代码开发平台 YonBuilder** 面向包括原厂开发、ISV 开发、本地化开发、企业自建、个人开发者在内的全生态，提供无代码和低代码的可视化开发能力，并结合开发资产复用，实现快速、简单的应用构建。未来企业商业创新将面临更加复杂的 IT 环境，如多云、多终端等。

**YonBIP 集成连接平台 APIlink** 可以在公有云、混合云、私有云环境下连接任何应用、数据、设备，实现低成本、快速、便捷的应用连接和集成。同时可以轻松连接企业产、供、销等环节应用，连接产业链上的企业应用、连接社会化应用，全面助力商业创新。

**YonBIP AIoT 智能物联网平台** 是用友在物联网领域发布的基础能力平台，助力工业企业便捷地接入工业互联网、推进智能制造。**IoT Cube** 让物联应用开发更加便捷、**YonTimesDB** 用友自主高性能时序数据库高效挖掘数据价值，以及软硬一体的边缘智能设备——支持 5G 的精智云盒。

**智多星 AI 企业大脑** 赋能企业，是其紧贴应用场景，拉通企业价值链点状 AI 需求更简洁。通过调用贴近场景的预训练 AI 模型，即可实现 AI 应用的一键推理上线，紧贴业务场景的模型使智能场景间的串接更为便捷；通过统一算法训练平台，可同时支持基于智多星开发算法，或兼容基于本地 IDE 开发的算法在智多星上发布；通过一体化的 AI 模型开

发与虚拟智能机器人设计，实现 AI+VPA， AI+RPA， AI+BI 等跨域智能工具的无缝融合，帮助实现虚拟个人助手，超融合流程自动化实例的快速创建，同时让 BI 工具真正具备智能分析能力。

对于大型企业来说，首先，YonBIP 是大型企业数智化的技术底座，帮助大型企业实现数智化平台架构升级；关键，YonBIP 是大型企业集团管理和业务运营支撑平台，是打通大型企业内部管理和外部商业创新数智化的一体化运营平台；未来，YonBIP 是数字商业网络的基础设施，是帮助核心企业构建产业链上下游网络的产业互联网运营平台。

图表 17: YonBIP 用友创新平台总体服务架构



资料来源：公司官方微信公众号，国盛证券研究所

集团客户不断拓展，市占率有望持续提升。1) 公司抓住大型企业产品技术升级换代和在财务、人力、营销、采购、制造等行业领域应用热点，充分发挥公司在产品技术、企业应用上的积累与创新能力。2020 年，成功签约中国核工业集团、海关总署、中国中冶、中广核电力、中国建筑、中国船舶、太阳纸业等一批超千万合同额的集团企业样板客户；2021Q1，成功签约徐工机械、亚泰集团、新疆兵团建工集团、厦门航空、复旦张江、元气森林等一批重要客户。满足客户业务拓展和架构升级需求的同时，助力大型企业构建产业互联网和实现数智化商业创新。2) 同时，公司不断加强在汽车、金融、烟草、电信和广电等垂直行业数智化解决方案的业务推广，加快推进行业云服务业务发展，2020 年成功签约了上汽集团、宝马（中国）汽车贸易有限公司、银保监会、证金公司、中国进出口银行、中国烟草总公司、联通集团财务有限公司、中国国际电视总公司等多家行业标杆客户，2021Q1 成功签约了申万宏源、中信银行、福建奔驰、华人运通、四川烟草、福建中烟、中央广播电视总台等多家行业标杆客户。

## 2. YonSuite 升级中型企业云服务，坚持云、订阅优先

公司面向成长型企业提供基于 YonBIP 平台的 YonSuite 云服务包以及 U8 Cloud。

**YonSuite 基于 iuap 开发，成为成长型企业数智化创新的基础设施。**基于 iuap 开发的 YonSuite 具备容器化和微服务架构的特性，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。

图表 18: YonSuite 全景概览



资料来源: 公司官方微信公众号, 国盛证券研究所

采用“SaaS+PaaS+生态”一体化平台模式, 推进公有云服务。1) 首先, 通过 YonSuite 的标准服务, 可以满足企业的基本需求, 实现管理业务全在线。2) 其次, 基于用友生态平台战略, 众多服务商通过与 YonSuite 合作, 可形成场景级的融合解决方案, 满足企业的特定服务。对于企业诸多的个性化需求, 通过 YonBuilder 和 APIcloud 的低代码开发能力, 企业也可快速构建自己的专属服务。3) 根据官方公众号数据显示, 截至 2021 年 4 月, 数据显示, 用友云市场已入驻 8000 余家合作伙伴, 去年上市深度融合产品 84 款, 今年或将达到 120 款。此外, 用友还为成长型企业提供「532 原则」, 即 YonSuite 包含财税、营销、采购、协同等在内的一站式 SaaS 服务, 满足企业 50% 基础需求; 合作伙伴通过与用友深度合作, 形成场景级的融合解决方案, 以满足企业 30% 的特定服务; 20% 企业自行开发应用。

图表 19: “SaaS+PaaS+生态”一体化平台服务



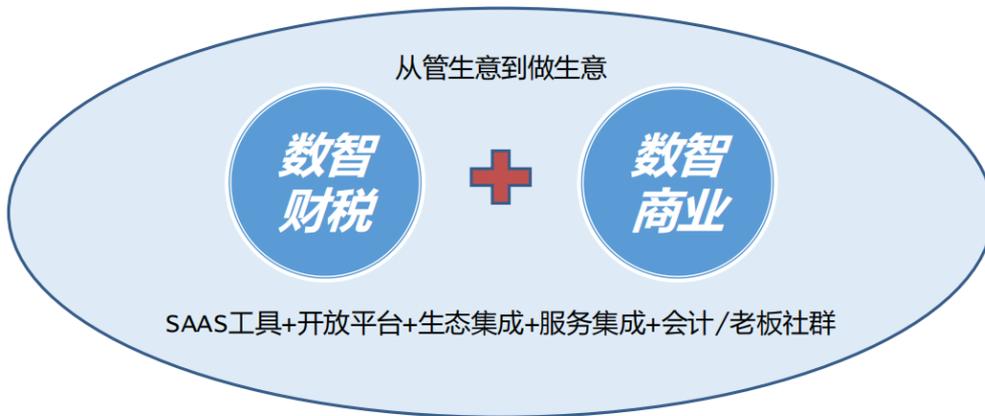
资料来源: 公司官方微信公众号, 国盛证券研究所

公有云客户快速拓展。1) 2020年,通过强化平台运营、客户成功, YonSuite 业务快速增长,新增客户突破500家,覆盖服务业、流通业、制造业包括中国水利水电第五工程局、四川供销云科技有限责任公司、武汉市公共交通集团等一批重要国企、央企客户及其海内外分支机构。2) 2021Q1,新增中交资管、味之素(中国)、杭州映云科技、远嘉(中国)矿业、广西时代锂电材料科技等一批公有云样板客户。

### 3. 畅捷通领航小微企业云需求,把握广阔长尾市场

子公司提供小微企业云服务,立足“数智财税”和“数智商业”战略布局。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,主要云服务产品包括好会计、好生意、智+、易代账、T+Cloud等产品。目前形成“数智财税+数智商业”的战略布局,以“SaaS工具+开放平台+生态集成+服务集成+会计/老板社群”为主要模式。

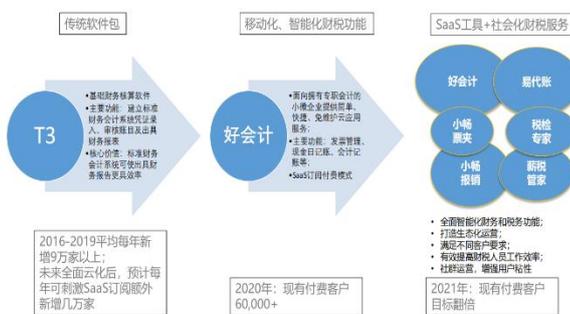
图表 20: 畅捷通数智财税和数智商业战略布局



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

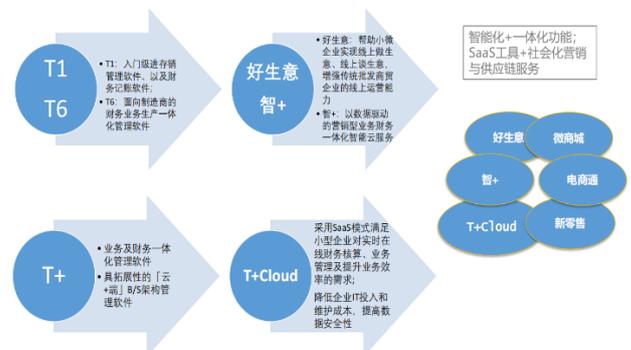
产品由单一传统软件向全面 SaaS 工具不断演进。1) 数智财税方面, 产品包括 T3 传统软件包, 主要是基础财务核算软件, 2016-2019 年平均每年新增 9 万家以上, 未来预计逐步云化; 移动化、智能化财税功能好会计, 主要面向转小微企业的专职会计提供 SaaS 订阅服务; SaaS 工具+社会化财税服务包, 主要有好会计、易代账、小畅票夹、税检专家等, 提供全面的智能化财务和税务功能。2) 数智商业方面, 技术架构由传统本地部署逐步云化、SaaS 化, 提升协同性、拓展性及灵活性, 功能由财务管理、业务管理发展为业务财务综合的智能化、一体化功能, 并以 SaaS 工具的形式提供社会化营销与供应链服务。

图表 21: 数智财税产品创新及商业模式演进



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所整理

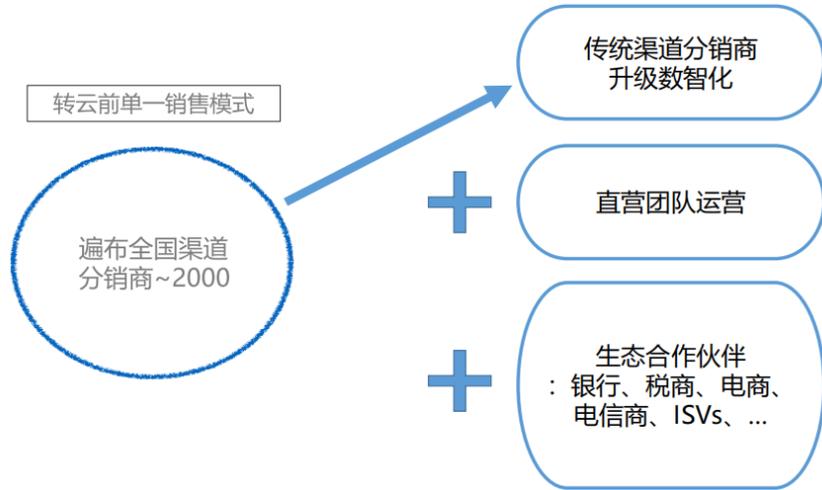
图表 22: 数智商业产品创新及商业模式演进



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所整理

**多元化渠道模式销售，并积极拓展生态合作伙伴。**1) 转云前，公司主要采用单一分销模式，在全国遍布了约 2000 家分销商；转云后，传统渠道分销商升级转型，开展云服务产品的销售与增值服务，并且新加直营团队、生态合作伙伴运营等机制，共同促进用户的拉新、转化、留存、扩升和续费。2) 生态合作方面，公司与 IaaS 云、行业 SaaS、税商、运营商、互联网平台、硬件厂商等多渠道主体合作，共同开发应用并助力引流获客。

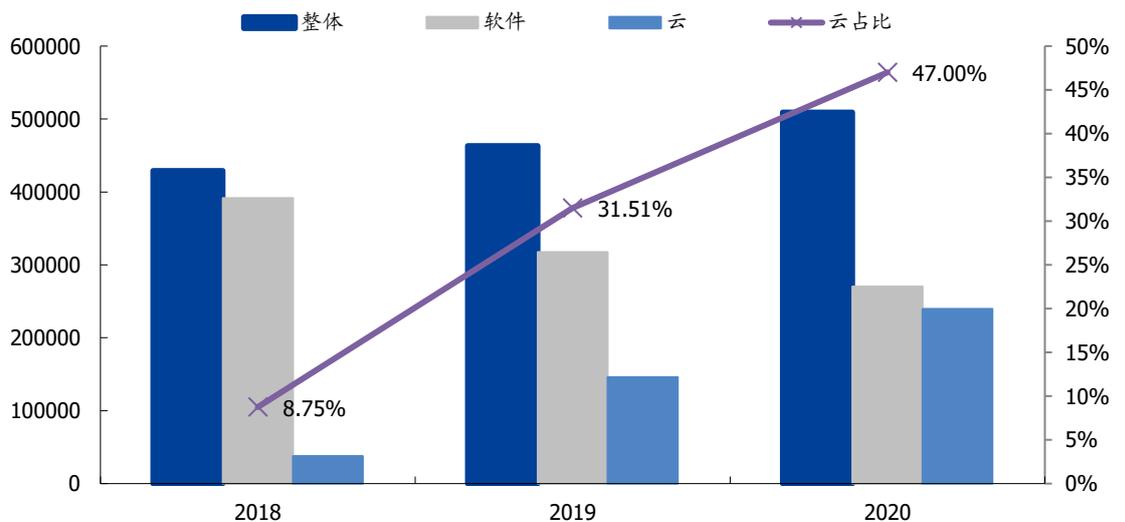
图表 23: 畅捷通多元化销售模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**公司在小微企业市场处于领先地位。**根据公司官网信息，参考企业付费用户数、小微云服务收入水平，畅捷通好会计在云财务市场、T+Cloud 在云 ERP 市场覆盖率第一，结合云进销存等产品服务，畅捷通整体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。成长性方面，畅捷通 2019 云业务收入同比增长 289%，增速保持行业第一。技术创新方面，各家均投入了较大的研发资源，畅捷通专利数及应用较多，对业务推进是很好的保障。

图表 24: 营收 (千元) 结构中云业务收入占比不断提高



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (截止 2020 年年报)

根据公司披露及云 ERP 产业调研情况，公司云业务进展良好，CAC 保持下降趋势，ARPU 与流失率在 2020 年疫情冲击之下，依然保持相对稳定，LTV/CAC 比率持续改善，已接近 3X 比较理想的状态。

图表 25: 畅捷通财务云产品竞争力突出

	畅捷通好会计	友商A会计	友商B会计	友商C财务
综合评分	8.47	8.23	7.98	7.92
适配性	8.77	8.61	8.13	8.33
稳定性	8.79	8.79	8.13	7.82
安全性	8.28	8.24	8.27	8.08
高效性	8.08	8.24	7.47	7.93
智能性	8.12	7.82	8.00	7.78
丰富性	8.77	7.67	7.87	7.56

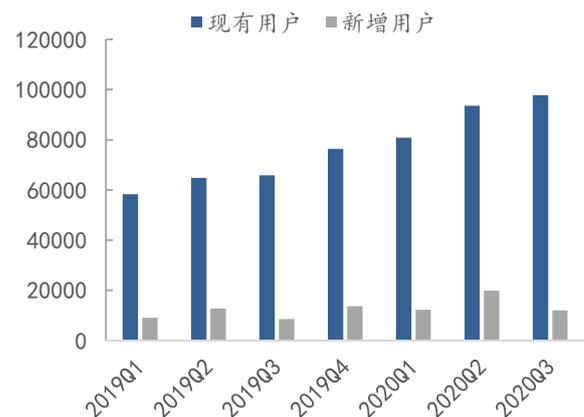
资料来源: Analysys 易观《中国小微企业云服务市场专题分析 2020》，国盛证券研究所（截止 2020 年 9 月 30 日）

图表 26: 云服务渐由财务及管理服务延伸至前端营销



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 畅捷通用户数稳健增长

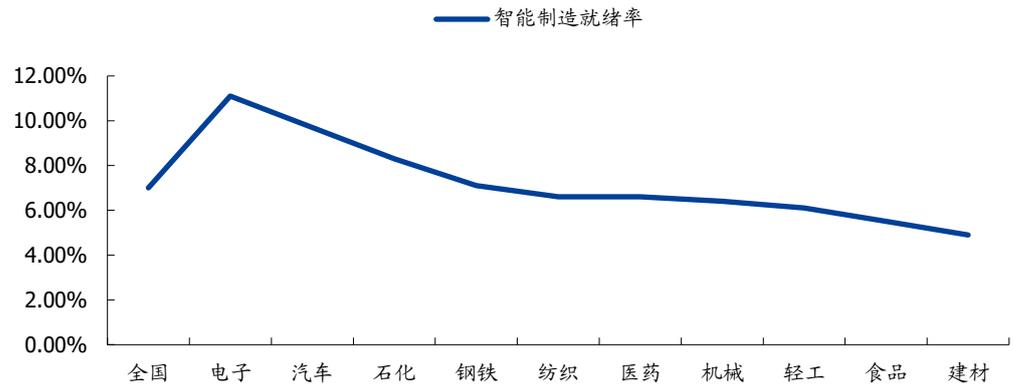


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

#### 4. 工业互联网时代来临, 用友精智平台值得重点关注

智能制造大势所趋, 我国存在较大提升空间。高质量发展时期, 我国制造业也在不断升级, 智能制造及工业互联网作为我国制造业转型升级的关键利器, 但从整体来看, 我国的工业信息化程度仍然较低, 工业软件市场大多被海外巨头把持。根据全国两化融合服务平台的统计, 截至 2018 年, 我国智能制造就绪率已由 2013 的 4.5% 增长至 7.0%, 智能制造推进体系初步形成, 但智能制造就绪率仍不足 10%, 说明工业企业整体关键工序数控化、管控集成化、供产销集成化能力依旧有待提高, 信息化与工业化的融合程度存在提升巨大空间。

图表 28: 2018 年全国重点行业行业智能制造就绪率



资料来源: 全国两化融合服务平台, 国盛证券研究所

**政策密集领航, 工业互联网驶入快速发展期。**近年来在政策支持下, 发展速度不断加快。2021 年, 工信部如期印发工业互联网第二个工作计划, 产业政策再定新高度。智能制造大环境叠加政策大力推进, 工业互联网驶入快速发展期。

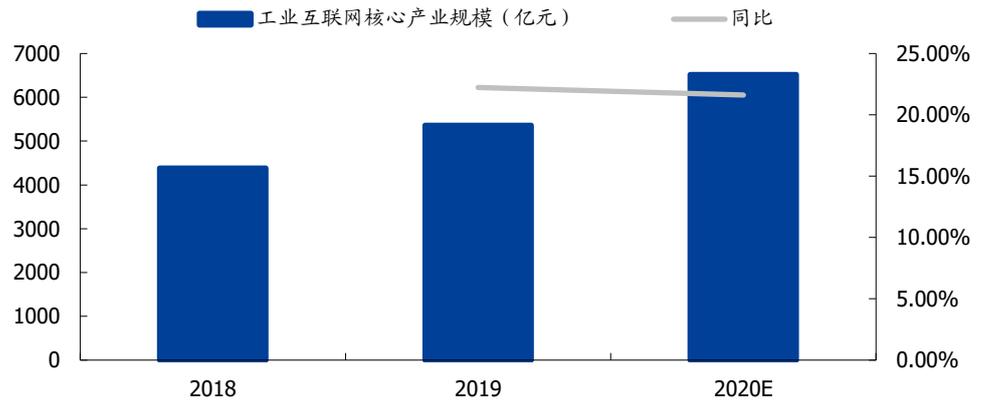
图表 29: 近年工业互联网相关政策梳理

时间	部门/机构	政策文件
2018.6	工信部	工业互联网专项工作组 2018 年工作计划
2018.7	工信部	工业互联网平台建设及推广指南
2019.3	工信部、SAC	工业互联网综合标准化体系建设指南
2019.8	工信部、教育部等	加强工业互联网安全工作的指导意见
2020.3	工信部办公厅	关于推动工业互联网加快发展的通知
2021.1	工信部	工业互联网创新发展行动计划 (2021-2023 年)
2021.3	第十九届中央委员会第五次全体会议	十四五规划
2021.7	工信部	工业互联网综合标准化体系建设指南 (2021 版) 征求意见稿

资料来源: 相关机构官网, 国盛证券研究所

**空间大、增速快, 核心产业规模预计超过 6000 亿。**根据工业互联网产业经济发展报告, 2018 年、2019 年我国工业互联网产业经济总体规模分别为 1.42 万亿、2.13 万亿 (增加值口径, 2018 年不变价), 同比实际增长分别为 55.7%、47.3%。其中, 2018 年、2019 年工业互联网核心产业增加值规模分别为 4386 亿元、5361 亿元; 工业互联网融合带动的经济影响迅速扩张, 2018 年、2019 年规模分别为 9808 亿元、1.6 万亿元。预计 2020 年, 工业互联网产业经济总体规模约为 3.1 万亿元, 同比实际增长约为 47.9%, 工业互联网核心产业约为 6520 亿元, 工业互联网融合带动的经济影响约为 2.49 万亿元。

图表 30: 2018-2020E 中国工业互联网核心产业规模



资料来源: 工业互联网产业经济发展报告, 国盛证券研究所

用友精智连续入选十大双跨平台, 工业互联网布局坚定推进。公司在工业互联网领域坚实发展, 用友精智工业互联网平台连续第二年入围工业和信息化部“跨行业跨领域工业互联网平台清单”, 以云原生制造中台、精智 AIOT 平台、精智工业大脑、精智工业互联网标识解析为四大核心能力。截至 2021 年 8 月 3 日, 平台已注册工业企业 1443905 家, 其中包括大型企业 10462 家、中小型企业 1433443 家, 平台用户数 6376931 人、活跃用户数 1981826 人, 平台开发者数 37535 人, 活跃开发者数 8923 人, 已落地冶金、化工、机械加工、汽配、中医药、日化等 10 个行业子平台, 并支撑双良、鞍钢等企业建成一系列智能服务云平台, 帮助新朋联众、大西洋等众多企业建成智能工厂。

图表 31: 用友精智互联网平台整体业务流程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 三、新格局: 企业级 SaaS 空间广阔, 云 ERP 龙头用友堪称脊梁

#### 1. 把握企业软件 SaaS 趋势, 国产替代加速龙头成长

内生需求驱动企业级软件 SaaS 快速发展，国产替代有望加速龙头企业成长。美国走进云时代比较早，大概 90%的企业级软件已经有云元素，市场领导者有 salesforce（主要从事客户关系管理 CRM）、Workday（主要从事财务和人力）等。国内有 45%的企业级软件没有云元素，一些知名公司如用友、金蝶等的收入规模也远比国外同行小。随着国内企业对运营效率和数字化转型的进程加快，企业级 SaaS 市场正在快速发展。根据艾瑞预测：国内企业级 SaaS 市场规模在 2019 年达到 362.1 亿元，2020-2022 年三年里将保持 39%的复合增长，到 2021 年市场规模将达到 654.2 亿元。

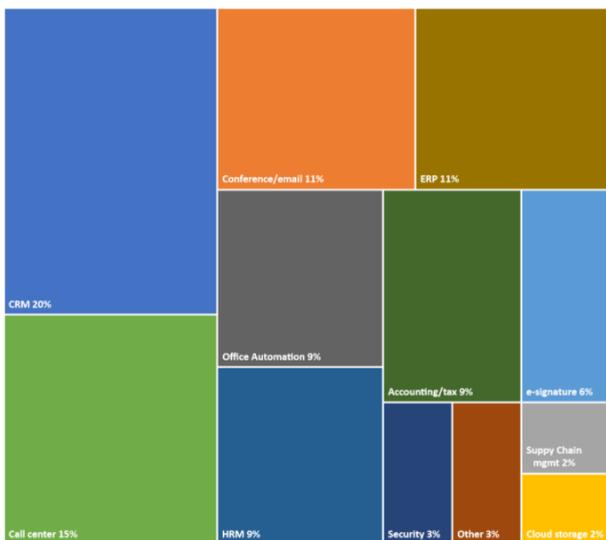
图表 32: 中国企业级 SaaS 市场规模



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

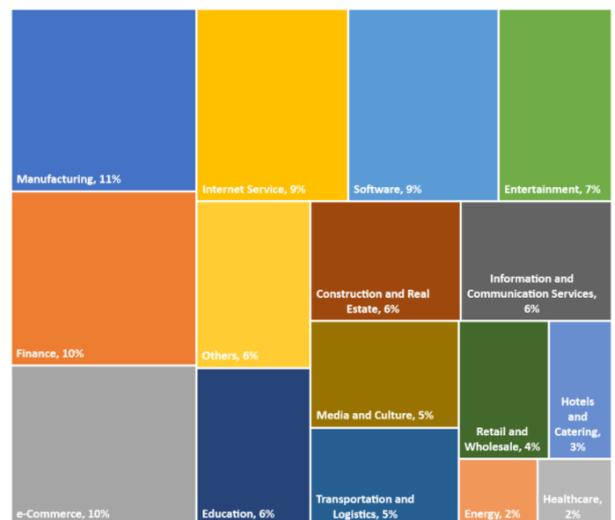
CRM、客服中心、会议和邮件管理和 ERP 是几个较大的企业 SaaS 市场，市场规模占比分别为 20%，15%，11%和 11%。国内 SaaS 主要应用行业为制造业、金融和电商领域。

图表 33: 国内各领域 SaaS 规模



资料来源: NGP capital, 国盛证券研究所

图表 34: 国内各行业 SaaS 规模



资料来源: NGP capital, 国盛证券研究所

在企业 SaaS 众多的垂直细分领域中，很多公司已然崛起。他们主要分为三大类：1) 传统的软件厂商。他们的优势是用友传统软件业务沉淀下来的技术能力和客户积累，容易获得大型或者超大型客户的信任，实现传统系统和对接和迁移，但是他们的 SaaS 产品独

立性不足，而且部分转型较慢的企业业务中心还在传统软件商；2) 创业型 SaaS 厂商。他们依赖外部投资、资金实力不强，攻克技术难题的能力有所欠缺，所以产品偏轻量化，部署灵活性上更强、更具备通用能力，而且他们会通过寻找小而美的细分赛道打开突破口；3) 互联网厂商。他们有流量和资金优势，可以构建整个产品生态、有的可以发展为 PaaS 平台，但是劣势在于行业场景的积累时间段，缺乏流程管理软件的实施经验。

图表 35: 中国企业级 SaaS 产业图谱



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

## 2. 订单验证大客户能力，竞争格局边际改善

斩获多个千万级大单，验证用友在大客户领域优势明显，后续在替代海外厂商、国内友商良性竞争中渐次展开。用友近期在大型央企及商业银行领域斩获多个千万级大单，典型的如，用友与航天科技集团神软公司签署战略合作协议，作为第一名中标重庆中烟数字化建设项目。商业银行领域，邮储银行 HR 项目、光大银行 HR 项目纷纷落地。

图表 36: 用友网络近期在国产替代、友商竞争中斩获超千万的部分大单

招标方	时间	项目名称	投标报价 (万元)
国投集团	2021/7/28	国投集团财务信息化一体化平台建设项目 (标段一)	4308.96
广西烟草	2021/7/13	广西烟草商业智能财务共享中心建设	1168
重庆中烟工业	2021/5/31	重庆中烟工业有限责任公司企业资源计划(ERP)系统建设项目 ERP 软件采购与系统开发实施项目	3495.17
光大银行	2021/5/27	光大银行人力资源管理系统数字化建设项目	软件费用含税报价: 500 万元; 实施费用含税报价: 480 万元; 投标报价合计: 980 万元。
中国烟草福建省公司	2021/5/14	中国烟草总公司福建省公司营销上云建设项目	第二位次, 中标金额 1580.46
中国烟草总公司	2021/3/23	中国烟草总公司机关本级财务管理信息系统项目	

资料来源: 中国采招网, 国盛证券研究所

跨国 ERP 厂商为高端市场先行者, 用友作为国产 ERP 龙头企业深度受益信息化、国产化。在国际上, SAP 和 Oracle 是高端 ERP 领域的绝对龙头, 是高端 ERP 产品的代名词, 占据了前 2 的市场份额。目前全球 ERP 市场竞争格局已经相对稳定。相较于国内的 ERP 软件, 国外的 ERP 软件在行业版本、软件功能完善、实施能力方面具有明显优势, 适合于已与国际化接轨、信息化基础较好、人员素质较高的大型企业。而国内 ERP 软件虽然起步较晚, 但软件的价格和实施费用较低, 适合经营规模小、信息化管理程度低的企业, 国内知名的 ERP 企业有用友软件、浪潮、金蝶国际等。中美贸易战触发了新一轮国产替代的需求, 加上国内品牌对于国内客户需求理解更深, 售前售后服务更及时, 将促进国内 ERP 厂商的市场占有率持续提升。

图表 37: 国内外 ERP 软件厂商及主要业务

厂商层次	企业名称	主要业务
国外 ERP 巨头	SAP	ERP 程序设计、系统安装与维护
	Oracle	服务器及工具、企业应用软件、ERP 软件
	IBM	高端 ERP 实施和战略咨询规划
	埃森哲	高端 ERP 实施
	HP	高端 ERP 实施
国内领先企业	用友软件	人力资源、客户关系、小型企业、财政及行政单位等管理软件开发与设计
	浪潮	云计算、大数据服务
	金蝶国际	管理软件开发与提供、云服务
国内二线企业	新中大	计算机软件的开发、技术咨询、技术转让及服务
	金算盘	提供企业资源管理计划系统 (包括传统 ERP 和云 ERP)
	佳软	软件的研发、系统集成、服务等业务
	英克	计算机软硬件的研制、开发与生产等业务
	金航数码	IT 基础设施与信息安全、管理与 IT 咨询等业务

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

云转型战略顺利推进，预计用友网络 2021 年云业务收入超 60 亿，在“云+软件”业务中营收占比超 60%。鉴于 ERP 行业的演进，国内 ERP 龙头用友、金蝶、浪潮等正积极推动旗下 ERP 产品的云化进程。至 2020 年，用友、金蝶、浪潮的云业务分别占营收的比例为 40%、57%、20%，整体进展符合预期。同时，再具体的产品布局、运营策略上，以上企业均充分吸收了海外的经验，且在诸多方面体现出自身独特的优势。

图表 38: 国内 ERP 企业云化进程

	2018	2019	2020
用友云业务增速	108%	132%	73.70%
用友云业务占收入比	27%	38%	40%
金蝶云业务增速	49%	55%	46%
金蝶云业务占收入比	30%	39%	57%
浪潮云业务增速	466%	110%	30.50%
浪潮云业务占收入比	7.90%	19%	20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 四、新机遇: 景气加速与竞争力认知拐点已至, 把握中长期配置机遇

通过梳理用友网络在过去一年中“被钝化的利好”以及近期边际要素改善:

1. 企业软件 SaaS 成长空间广阔, 国产替代加速云 ERP 龙头用友成长。用友近期在大型央企及商业银行领域斩获多个千万级大单, 典型的如, 用友与航天科技集团神软公司签署战略合作协议, 作为第一名中标重庆中烟数字化建设项目。商业银行领域, 邮储银行 HR 项目、光大银行 HR 项目纷纷落地。
2. 强产品竞争力持续验证, 中报有望成分水岭。预期中报“云+软件”的稳健增长, 伴随对海外竞争对手 SAP、Oracle 的国产替代、友商之间的有序竞争, 用友产品竞争力进一步得以验证。
3. 剥离非主营业务, 推进定增进展, 战略聚焦云业务。公司拟将友金控股 44.62% 的股权转让给用友企业管理研究所, 剥离后将不再持有类金融资产, 伴随后续定增项目落地, 战略聚焦云主业, 竞争力有望进一步加强。
4. 云服务收入及质量有望持续改善, 估值具备性价比。平台化战略清晰, 坚持云优先、订阅优先, 同时满足大型客户私有云部署需求, 全年云业务收入预计约 60 亿元, 同比增长 80%+, 占营收占比超 60%, 云收入及质量有望持续改善, 当前估值对应 21 年约 12.4X PS 较可比公司平均 19.7X PS 具备性价比。

图表 39: 用友网络较可比 AH 公司明显折价

代码	股票简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PS		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600588.SH	用友网络	103.75	132.5	167.77	10.75	14.3	19.2	12.41	8.88	7.01
002410.SZ	广联达	50.05	61.15	74.48	6.47	9.5	13.2	15.47	13.49	11.08
0909.HK	明源云	23.82	39.12	43.86	5.56	8.28	12.8	23.56	17.46	15.57
0268.HK	金蝶国际	42.01	41.24	58.73	-2.21	-1.14	0.79	19.91	8.89	6.24
CRM.N	Salesforce	1,458.29	1,684.77	2,005.37	402.9	285.6	360.7	9.93	7	5.9
WDAY.O	Workday	296.30	326.65	385.21	49.7	46.9	59.3	12.63	10.6	9
SHOP.N	Shopify	263.92	351.93	485.27	29.8	40.8	70.9	45.03	27.9	20.3
NOW.N	ServiceNow	375.30	467.68	59.16	90.6	118.7	153.6	20.06	15.3	12.2
ZM.O	Zoom	181.93	248.11	301.79	68.3	75.5	86.8	39.59	25.5	21

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

围绕“强产品、占市场、提能力”三大关键任务，把握数字化、智能化、国产化浪潮。

1) 大型企业服务: 公司面向大型企业提供用友商业创新平台 YonBIP 和 NC Cloud 的混合云解决方案。发布了 YonBIP 旗舰版(公有云) 202102 版。21Q1 成功签约徐工机械、亚泰集团、新疆兵团建工集团、厦门航空、复旦张江、元气森林等一批重要客户。

2) 中型企业服务: 公司面向成长型企业提供基于 YonBIP 平台的 YonSuite 云服务包以及 U8 Cloud。公司新增中交资管、味之素(中国)、杭州映云科技、远嘉(中国)矿业、广西时代锂电材料科技等一批公有云样板客户。在二季度公司计划发布 U9 Cloud，加强公有云业务和生态伙伴运营。

3) 小微企业服务: 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，主要云服务产品包括好会计、好生意、智+、易代账、T+Cloud 等产品。公司小型企业云 ERP 产品 T+Cloud 进行了全新升级。

我们预测公司 2021/22/23 年营收分别为 95.26/118.76/150.1 亿元，归母净利润分别为 11.66/14.70/17.80 亿元，其中云+软件业务收入分别为 94/118.3/149.46 亿元。如图表 41，可比公司估值平均 19.7X PS，一方面考虑公司所处赛道空间持续扩容、与主要竞争对手之间竞争格局相对改善，大客户客群保持稳健，中小企业持续改善云业务收入质量。另一方面，用友大客户私有云部署占比更高，客群结构导致云进度相对滞后，给予公司 2022 年 17 X PS，对应目标市值约 2011.1 亿元，维持“买入评级”。

图表 40: 用友网络“云+软件营收”预测

营收结构	2018	2019	2020	2021E	2022E
云+软件收入	64.3	71.7	74.7	94.0	118.3
软件业务收入	55.79	51.95	40.44	32.35	25.88
yoy	8.00%	-6.88%	-22.16%	-20.00%	-20.00%
云业务收入	8.51	19.70	34.22	61.60	92.41
yoy	108.07%	131.52%	73.71%	80.00%	50.00%
其中:					
大中型企业云收入	8.13	16.24	27.26	47.76	71.82
yoy	112.00%	124.40%	67.87%	75.22%	50.38%
小微企业云收入	0.38	1.46	2.41	4.82	7.33
yoy	55.00%	289.10%	65.16%	100.00%	52.00%
政府及公共组织云服务收入		2.01	4.56	9.02	13.26
yoy			127.20%	98.00%	46.93%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**宏观经济下行风险:** 公司的软件业务和云业务下游为国内企业, 国内企业的经营与宏观经济指标相关, 若受到疫情等外界宏观经济下行, 可能影响企业对于信息化的需求。

**云业务转型不达预期:** 近年来, 公司投入大量人力和研发费用在云业务的布局, 如果云业务遭遇较强竞争对手, 或者产品推出市场的接受度不佳, 则有可能影响云业务的进展。

**市场竞争加剧风险:** ERP 市场、工业互联网市场均为市场化行业, 竞争较为激烈, 公司存在竞争加剧导致营收不及预期风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com