

# 用友网络 (600588)

证券研究报告

2021年08月04日

## 央企合作基础稳固，有望迎来高景气建设期

近年来，面对全球化竞争以及复杂多变的经营环境，央企的管理者们也着眼于管理模式创新，通过更加完善的系统建设协助企业精细化管理。同时，随着国内优质企业服务公司产品能力的提升，近年大型央企更倾向于选择国产化软件，以获得更好的本地化服务。

我们通过盘点一级央企及其二级单位的系统替换及建设需求，试图描述这个市场有望为公司带来的增量空间。通过对 96 家央企的盘点，我们得出了如下结论：

- 1) 用友与央企合作基础较好。现有 96 家一级央企之中，至少有 70 家已与用友建立集团级合作关系，覆盖率至少为 72.9%（可能有已合作但我们未统计的情况）。在财务、HR 和供应链相关系统中，用友在已知样本中的占比分别为 25.7%、54.3%、22.7%，占比排名均为国内软件厂商首位，体现了公司在超大型企业市场卓越的地位。
- 2) 考虑一级央企及其二级单位管理系统的新建或更新，用友至少有 350 亿元市场空间（未考虑三级及以下单位的市场）。其中，若仅考虑一级央企的新建或替换，市场空间约为 45 亿元，大多由财务软件的新建或替换贡献。
- 3) 近年央企系统建设或替换的需求景气度较高。仅 2021 年，用友就与中核工业、航天科技、中国铁物等一级央企开展深度合作；2020 年也与中国节能环保、中咨公司、中国煤科、中国能建、南光集团、中检集团等一级央企进行深度合作。随着公司自身产品力以及央企数字化需求的进一步提升，央企系统建设近年有望迎来高峰。

基于此，我们预测公司 2021~2023 年营业收入为 105.31/135.31/169.13 亿元。由于行业景气度提升，我们判断公司销售及技术投入力度将相应加强，因而将 2021~2023 年净利润预测由 11.50/13.61/16.33 亿元调整至 10.14/11.87/14.88 亿元，对应 PS 12.13/9.52/7.61 倍，对应 PE 127.03/108.51/86.55 倍。

由于公司大部分营收来自云服务业务，国内国际对云计算相关公司较多采用 PS 估值，因而本文也对用友采取 PS 估值。基于可比公司估值，给予公司 21 年 17 倍 PS，对应 55.19 元目标价，维持“买入”评级。

**风险提示：**1) 央企管理系统建设进度不及预期；2) 样本统计具有一定局限性，统计方法可能存在一定误差，测算具有一定主观性，仅供参考；3) 市场竞争风险；4) 估值差异风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,509.66	8,524.59	10,531.28	13,530.58	16,913.23
增长率(%)	10.46	0.18	23.54	28.48	25.00
EBITDA(百万元)	3,302.54	3,117.52	1,651.75	1,857.51	2,209.80
净利润(百万元)	1,182.99	988.60	1,013.90	1,186.94	1,488.07
增长率(%)	93.26	(16.43)	2.56	17.07	25.37
EPS(元/股)	0.36	0.30	0.31	0.36	0.45
市盈率(P/E)	108.87	130.28	127.03	108.51	86.55
市净率(P/B)	17.96	17.07	14.64	12.90	11.55
市销率(P/S)	15.13	15.11	12.23	9.52	7.61
EV/EBITDA	20.57	44.84	74.87	65.38	53.78

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.21 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,270.53
流通 A 股股本(百万股)	3,251.08
A 股总市值(百万元)	134,778.60
流通 A 股市值(百万元)	133,977.09
每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	52.92
一年内最高/最低(元)	51.82/29.52

### 作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
王倩雯	联系人
wangqianwen@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《用友网络-公司点评:走在正确的道路上》 2021-07-11
- 2 《用友网络-季报点评:客单价提升推动云业务增长，二季度持续深化云战略》 2021-04-29
- 3 《用友网络-公司点评:大手笔回购彰显决心和信心，云转型 2.0 全面推进》 2021-03-08

## 内容目录

1. 公司与央企合作基础稳固，有望迎来百亿级系统建设空间.....	3
1.1. 央企财务系统空间测算.....	3
1.2. 央企人力资源系统空间测算.....	4
1.3. 央企供应链及其他通用系统空间测算.....	5
2. 96 家央企系统建设及与用友合作情况详细梳理.....	7
3. 结论与投资建议.....	13
4. 风险提示.....	14

## 图表目录

表 1: 70 家样本央企 ERP 财务模块供应商情况.....	3
表 2: 部分央企一级单位财务模块中标情况.....	4
表 3: 部分央企二级单位财务模块中标情况.....	4
表 4: 35 家样本央企 HR 模块供应商情况.....	4
表 5: 部分央企一级单位 HR 模块中标情况.....	5
表 6: 部分央企二级单位 HR 模块中标情况.....	5
表 7: 22 家样本央企供应链相关模块供应商情况.....	5
表 8: 部分央企一级单位供应链相关系统中标情况.....	6
表 9: 部分央企二级单位供应链相关系统中标情况.....	6
表 10: 部分央企二级单位供应链相关系统中标情况（单位：亿元）.....	6
表 11: 96 家央企系统建设情况梳理.....	7
表 12: 公司业务拆分预测（单位：万元）.....	13
表 13: 可比公司 PS 估值.....	13

## 1. 公司与央企合作基础稳固，有望迎来百亿级系统建设空间

近年来，面对全球化竞争以及复杂多变的经营环境，央企的管理者们也着眼于管理模式的创新，通过更加完善的系统建设协助企业精细化管理。同时，随着国内优质企业服务公司产品能力的提升，近年大型央企更倾向于选择国产化软件，以获得更好的本地化服务。

我们通过盘点一级央企及其二级单位的系统替换及建设需求，试图描述这个市场有望为公司带来的增量空间。通过对 96 家央企的盘点，我们得出了如下结论：

- 1、用友与央企合作基础较好。现有 96 家一级央企之中，至少有 70 家已与用友建立集团级合作关系，覆盖率至少为 72.9%（可能有已合作但我们未统计的情况）。在财务、HR 和供应链相关系统中，用友在已知样本中的占比分别为 25.7%、54.3%、22.7%，占比排名均为国内软件厂商首位，体现了公司在超大型企业市场卓越的地位。
- 2、考虑一级央企及其二级单位管理系统的新建或更新，用友至少有 350 亿元市场空间（未考虑三级及以下单位的市场）。其中，若仅考虑一级央企的新建或替换，市场空间约为 45 亿元，大多由财务软件的新建或替换贡献。
- 3、近年央企系统建设或替换的需求景气度较高。仅 2021 年，用友就与中核工业、航天科技、中国铁物等一级央企开展深入合作；2020 年也与中国节能环保、中咨公司、中国煤科、中国能建、南光集团、中检集团等一级央企进行深入合作。随着公司自身产品力以及央企数字化需求的进一步提升，央企系统建设近年有望迎来高峰。

### 1.1. 央企财务系统空间测算

**ERP 财务系统方面：**96 家央企之中，我们查询到了 70 家央企的供应商情况。国产 ERP 厂商占据了样本 47.1% 的份额（不考虑多供应商的情况），其中用友份额最高，占比 25.7%。SAP 及 Oracle 服务的 37 家样本央企之中，有 2 家分别与金蝶、浪潮及远光关系更为密切；在未查询到 ERP 财务模块供应商的央企之中，有 1 家与久其软件关系更为密切。因此有  $37-2+ (96-70-1) = 60$  家央企存在被用友建设或替代集团 ERP 财务模块的可能。

表 1：70 家样本央企 ERP 财务模块供应商情况

ERP 财务模块供应商	央企选用数量	占比
SAP	27	38.6%
用友	18	25.7%
浪潮	7	10.0%
Oracle	6	8.6%
金蝶	5	7.1%
SAP+Oracle	2	2.9%
鼎捷	1	1.4%
普联软件	1	1.4%
SAP+用友	1	1.4%
南北公司	1	1.4%
SAP+远光	1	1.4%

资料来源：用友微信公众号、各公司或机构官网等，详见表 11 资料来源：天风证券研究所

**财务系统价格测算：**我们找到了 4 家央企披露的财务系统(一期)建设金额，均值为 2,233.5 万元；假设财务系统建设共需 3 期，则公司在央企一级单位财务系统领域约有 40.20 亿建设空间。

表 2：部分央企一级单位财务模块中标情况

项目名称	中标金额 (万元)
国投集团财务信息化一体化平台建设项目-平台一期	4,309.0
中核集团财务共享平台(一期)建设项目	406.0
国家石油天然气管网集团有限公司财务管理信息系统(一期)	2,384.0
中国华能集团有限公司数字化财务系统建设项目(一期)	1,835.0
<b>单期平均值</b>	<b>2,233.5</b>

资料来源：采招网，中国核工业集团有限公司，天风证券研究所

由于多数央企的下级单位各自建立财务共享服务中心，考虑上述 60 家央企对应约 1,744 个二级单位；假设单期项目建设平均金额为 777.5 万元，假设二级单位财务系统需建设 2 期，则公司在央企二级单位财务系统领域约有 271.2 亿建设空间。

表 3：部分央企二级单位财务模块中标情况

项目名称	中标金额 (万元)
渤海造船厂集团有限公司财务合同管理系统(ERP二期)	688.6
中国电子科技集团公司第四十一研究所 ERP 系统	800.0
中国船舶重工集团公司第七二五研究所及相关公司 ERP 一期建设项目	1,244.0
<b>单期平均值</b>	<b>777.5</b>

资料来源：采招网，天风证券研究所

说明：由于假设二级单位建设项目有两期，因而将未分期的项目金额除以 2 以计算平均数

## 1.2. 央企人力资源系统空间测算

**HR 系统方面：**96 家央企之中，我们查询到了 35 家央企的供应商情况。国产 HR 系统占据了样本 82.9%的份额，其中用友份额最高，占比 54.3%。选用 SAP 和 Oracle HR 模块的央企(6 家)，一般而言也选用了海外供应商的 ERP 系统；在未明确搜索到 HR 模块供应商的央企之中，排除 4 家明显与金蝶或浪潮关系紧密的企业，即共有  $6 + (96 - 35 - 4) = 63$  家央企存在被用友建设或替代 HR 模块的可能。

表 4：35 家样本央企 HR 模块供应商情况

HR 模块供应商	央企选用数量	占比
用友	19	54.3%
金蝶	5	14.3%
SAP	4	11.4%
浪潮	4	11.4%
Oracle	2	5.7%
莱斯信息	1	2.9%

资料来源：用友微信公众号、各公司或机构官网等，详见表 11 资料来源，天风证券研究所

**HR 系统价格测算：**我们找到了 7 家央企披露的人力资源系统建设金额，均值为 450.1 万元；假设人力资源管理系统 1 期即建设完成，则公司在央企一级单位人力资源管理系统领域约有 2.84 亿建设空间。

表 5: 部分央企一级单位 HR 模块中标情况

项目名称	中标金额 (万元)
中国融通资产管理集团有限公司人力资源系统采购项目	163.0
中国安能建设集团有限公司人力资源管理信息系统项目	35.0
中国电子科技集团有限公司数字人力管理系统建设项目	299.2
国家管网集团人力资源管理信息系统项目	800.0
中国海洋石油集团有限公司人力资源业务系统升级	1,296.8
中国诚通控股集团有限公司人力资源信息系统项目	186.6
中国航天科工集团有限公司人力资源管理信息系统软件平台	370.0
<b>平均值</b>	<b>450.1</b>

资料来源: 采招网, 天风证券研究所

考虑央企下级单位自建人力资源信息管理系统或绩效管理系统的可行性, 上述 63 家央企对应约 1,945 个二级单位, 假设二级项目平均建设金额为 66.9 万元, 则公司在央企二级单位人力资源管理系统领域约有 13.0 亿建设空间。

表 6: 部分央企二级单位 HR 模块中标情况

项目名称	中标金额 (万元)
中电科电子装备集团有限公司人力资源管理信息系统	98.8
兵器装备财务集团有限责任公司人力资源管理信息系统项目	35.0
<b>单期平均值</b>	<b>66.9</b>

资料来源: 采招网, 天风证券研究所

### 1.3. 央企供应链及其他通用系统空间测算

供应链相关系统或平台方面: 96 家央企之中, 我们查询到了 22 家央企的供应商情况, 竞争格局较为分散。国产供应链相关系统占据了样本 81.8%, 其中依然是用友份额最高, 占比 22.7%。假设用友总体份额与样本持平, 考虑国产替代, 则  $5/18 \times 78 = 22$  家央企有望存在被用友建设或替代供应链相关模块的可能。

表 7: 22 家样本央企供应链相关模块供应商情况

供应链相关模块供应商	央企选用数量	占比
用友	5	22.7%
SAP	3	13.6%
金蝶	3	13.6%
浪潮	2	9.1%
Oracle	1	4.5%
宝信	1	4.5%
博科资讯	1	4.5%
商越	1	4.5%
一采通	1	4.5%
国泰新点	1	4.5%
航天数据	1	4.5%
太极信息	1	4.5%
天源迪科	1	4.5%

资料来源: 用友微信公众号、各公司或机构官网等, 详见表 11 资料来源: 天风证券研究所

供应链相关系统价格测算: 我们找到了 4 家央企披露的供应链相关系统建设金额, 均值为 255.2 万元; 假设供应链相关系统 1 期即建设完成, 则公司在央企一级单位供应链相关系统领域约有 0.56 亿建设空间。

表 8：部分央企一级单位供应链相关系统中标情况

项目名称	中标金额（万元）
中国通用技术集团电商化能力服务系统	248.8
中国航空油料集团采购管理信息系统	504.8
中国电子科技集团工业互联网平台项目	200.0
中国兵器装备集团有限公司供应链管理信息项目	68.0
<b>平均值</b>	<b>255.2</b>

资料来源：采招网，天风证券研究所

考虑央企下级单位自建供应链相关系统的可能性，按平均每家央企对应 32 个二级单位进行预估，22 家央企对应约 700 个二级单位，假设二级项目平均建设金额为 564.1 万元，假设 20% 二级单位有供应链系统建设需求，则公司在央企二级单位供应链相关系统领域约有 7.90 亿建设空间。

表 9：部分央企二级单位供应链相关系统中标情况

项目名称	中标金额（万元）
中电科电子装备集团有限公司采购管理信息化系统	350.0
中检集团溯源技术服务有限公司食品行业二级平台	139.4
华电煤业集团有限公司非生产及销售项目工程供应链管理信息系统	268.8
国电投贵州金元智慧物流供应链平台建设项目	1,498.0
<b>平均值</b>	<b>564.1</b>

资料来源：采招网，天风证券研究所

资产管理、销售等系统与供应链相关系统类似，竞争格局均较为分散，不同单位之间建设金额差异较大。由于并未找到足够数量的样本，因而沿用供应链系统的计算假设，则公司在资产管理、销售等系统方面，央企一级单位约有 1.12 亿建设空间，二级单位约有 15.79 亿建设空间。

综上所述，若考虑公司在一级央企的新建或替换，则有约有 44.7 亿空间；若考虑央企二级单位相关系统的建设，则共有 352.6 亿元空间。

表 10：部分央企二级单位供应链相关系统中标情况（单位：亿元）

	财务	HR	供应链	资管&销售	求和
一级单位	40.2	2.84	0.56	1.12	44.72
二级单位	271.2	13.0	7.9	15.79	307.89
<b>小计</b>	<b>311.4</b>	<b>15.84</b>	<b>8.46</b>	<b>16.91</b>	<b>352.61</b>

资料来源：采招网，天风证券研究所

## 2. 96 家央企系统建设及与用友合作情况详细梳理

下表为 96 家央企系统建设及与用友合作情况的详细梳理：

表 11：96 家央企系统建设情况梳理

央企名称	财务相关系统	其他系统（用友合作）	其他系统（用友之外的供应商）
1 中国核工业集团有限公司	· SAP（2003 年开始合作，2020 深化合作） · 用友-财务共享平台（一期 406 万，2021）	· 审友	·
2 中国航天科技集团有限公司	· 浪潮（2008 年前）	· 与集团旗下神软公司基于 YonBIP 建设航天人力数字化服务平台（2021） · 审友	·
3 中国航天科工集团有限公司	· SAP	· HR（370 万，2018） · 精智工业大脑-高级排程模块 · 与航天科工防御技术研究试验中心合作 MES · 审友	·
4 中国航空工业集团有限公司	· 浪潮	· 集团 HR 系统 · 审友	·
5 中国船舶集团有限公司	-	· 提供财务数智化转型服务 · 审友	·
6 中国兵器工业集团有限公司	· 用友（2002）	-	·
7 中国兵器装备集团有限公司	· 久其软件-财务共享服务中心（652 万，2021）	-	· 浪潮-司库平台 · 金蝶-苍穹（2019）、供应链管理系统（68 万，2019）
8 中国航空发动机集团有限公司	-	· 集团 HR 系统 · 审友	·
9 中国融通资产管理集团有限公司	-	-	· 浪潮-HR（163 万，2020）
10 中国电子科技集团有限公司	-	· 第四十一研究所 ERP（2020 年，800 万） · 审友	· 莱斯信息-HR（299.2 万，2020） · 太极信息-工业互联网（200 万，2020）
11 中国石油天然气集团有限公司	-	· 集团信息门户建设（2016）	· SAP-HANA 集群系统 · 金蝶-提供企业云服务 · 航天数据-工业互联网（2019）
12 中国石油化工集团有限公司	· SAP（2001）	-	-
13 中国海洋石油集团有限公司	· SAP 模块+用友 NC-财务管理系统（2004 之前）	· 集团 HR 系统	· SAP-采购系统
14 国家石油天然气管网集团有限公司	· 同时在用原中石油和中石化 SAP · 普联软件-财务（一期 2384 万，2020）	· 集团 HR 系统（2020）	·
15 国家电网有限公司	· SAP	· 提供数字化解决方案	· 远光-SG-ERP
16 中国南方电网有限责任公司	· SAP · 远光-财务管理系统	· 提供数字化解决方案	·
17 中国华能集团有限公司	· SAP（2016 完成，6 年建设） · 金蝶-财务共享平台（2021）	· 与用友能源有合作	·
18 中国大唐集团	-	· 电商平台	·

	有限公司		· 审友	
19	中国华电集团有限公司	· SAP (2012 年开始)	· 与用友能源有合作	·
20	国家电力投资集团有限公司	· SAP-S/4 HANA (2020)	· 集团 HR 系统 · iuap 平台 · 审友	· 金蝶-苍穹 (2020)
21	中国长江三峡集团有限公司	· 用友-NC 财务管理信息平台 (2014)	· 容器云平台 (2019)	·
22	国家能源投资集团有限责任公司	· SAP-财务	· -	· SAP-HR、物管、销售、设备管理、项目管理 (2017 实施, 2020 上线) · 金蝶-苍穹
23	中国电信集团有限公司		· 集团 HR 系统	· SAP 与中国电信共同推出 SaaS 云服务 (2013)
24	中国联合网络通信集团有限公司	· Oracle	· 集团 HR 系统 (2009)	·
25	中国移动通信集团有限公司	· Oracle (广东、浙江、江苏) +SAP (其他省)	· 与移动政企客户分公司合作 SaaS 服务领域 (2018)	· 普元信息-统一流程平台 (2019) · 博科资讯-物资采购物流一体化管理系统
26	中国卫星网络集团有限公司	· -	-	
27	中国电子信息产业集团有限公司	· 用友-U8 (2002)	-	· 与 SAP 签订合作备忘录 (2017)
28	中国第一汽车集团有限公司	· SAP	· 用 luap 打造汽车行业核心数智化平台	· Siebel-CRM
29	东风汽车集团有限公司	· SAP-集团财务管控	· NCC 绩效管理 (2019)	·
30	中国一重集团有限公司	-	· 推动数智化转型	·
31	中国机械工业集团有限公司	· 用友	-	
32	哈尔滨电气集团有限公司	· SAP-财务系统 (2019 至今)	· 集团 HR 系统 (2016)	· SAP-HANA
33	中国东方电气集团有限公司	· SAP(ERP, 2007-2009)	-	· SAP( HR+BI, 2007-2009 ) · 浪潮-数字化转型服务
34	鞍钢集团有限公司	· SAP-财务 · 用友-财务共享服务平台 (2017)	· 集团采购平台 (2018)	· 自研-产销系统
35	中国宝武钢铁集团有限公司	· 浪潮-武汉钢铁 ERP	-	· 自研-冶金 ERP 系统 (2001) · 宝信-工业互联网平台 (2020)
36	中国铝业集团有限公司	· SAP-全面预算管理、成本核算 (2005)	· NCC 内部交易管理平台 (2019)	· SAP-供应链管理 (2005) · 浪潮-HR (2020)

		· 用友-财务管控信息化平台 (2018)	· 审友	· 商越-互联网采购平台 (2021)
37	中国远洋海运集团有限公司	· SAP-财务	-	· Navis-码头操作系统 · Infor-EAM 系统
38	中国航空集团有限公司	-	· 中国国际航空 HR 系统	·
39	中国东方航空集团有限公司	· Oracle-网上报销系统、财务核算系统 (2017) · 用友-集团财务资金内控系统	-	· SAP-机务系统、R3 人事系统 · PROS-收益管理系统
40	中国南方航空集团有限公司	· Oracle-财务系统	· 集团 HR 系统 (2017) · 基于 luap 开发资产管理系 统	·
41	中国中化控股有限责任公司	· SAP	· 审友 · 中化财务 NC (2009)	· 自研-TMS 贸易分销管理系统 · 浪潮-数字化转型服务
42	中粮集团有限公司	· SAP (2016-2018, 1.5 年)	· 审友 (2009)	· K2-流程管控及数据集成 · 浪潮-数字化转型服务
43	中国五矿集团有限公司	· SAP (2006-2007, 1.5 年)	-	
44	中国通用技术 (集团) 控股有限责任公司	· 南北公司-ERP (2004) · 最近 ERP 招标中止 (2020) · 金蝶-集团财务公司的财务系统	· 集团 HR 系统 · 提供财务数智化转型服务 · 审友	· 天源迪科-采购管理(248.8 万, 2021)
45	中国建筑集团有限公司	· SAP	· 搭建“中建云” · 审友	·
46	中国储备粮管理集团有限公司	· 浪潮-ERP (2004-2007)	· 审友	· 浪潮-智能分析平台 (2014)、智慧粮仓 (2019)、惠三农 APP (2019)、HR
47	国家开发投资集团有限公司	· Oracle (2005 年开始) · 用友-财务信息化一体化 (4,309 万元, 2021 年)	· 审计大平台监督系统	·
48	招商局集团有限公司	· 金蝶-财务系统 (1996 年开始, 从 K/3 到 EAS 到苍穹)	-	
49	华润 (集团) 有限公司	· 用友-NC 资金管理系统 · SAP-核算系统 · Oracle-财务应付系统	-	· Oracle-供应链
50	中国旅游集团有限公司	· 金蝶 (2002)		
51	中国商用飞机有限责任公司	· SAP-财务	· 集团 HR 系统 (2010)	· SAP-供应链、主数据
52	中国节能环保集团有限公司	· 用友-财务核算和报表系统、财务共享系统、资金管理 (2020)	-	· 浪潮-数据仓库

53	中国国际工程咨询有限公司	· 用友-财务信息化(2020)	-	· 浪潮-提供数字化转型服务
54	中国诚通控股集团有限公司	· 用友-财务核算项目(2013)	· 集团HR系统	·
55	中国中煤能源集团有限公司	· Oracle-财务		· Oracle-HR · 自研-亿矿云平台
56	中国煤炭科工集团有限公司	-	· 主数据与ESB(2020)	·
57	机械科学研究总院集团有限公司	-	· 集团HR系统 · 审友	·
58	中国中钢集团有限公司	· Oracle-财务(2006)	-	Oracle-HR、CRM、业务管理(2006)
59	中国钢研科技集团有限公司		· 签署合作协议(2010)	· 金蝶-苍穹(2019) · 金自天正-钢研云(2016)
60	中国化学工程集团有限公司		-	· SAP-HR
61	中国盐业集团有限公司	· 用友-NC财务(2005)	-	
62	中国建材集团有限公司	· SAP	· 审友	·
63	中国有色矿业集团有限公司	· Oracle-全面预算系统(2012)	· 基于iUAP Mobile移动平台,开发移动门户系统(2016)	·
64	有研科技集团有限公司	· 用友(2009) · 浪潮-资金管理	-	
65	矿冶科技集团有限公司	-	-	
66	中国国际技术智力合作集团有限公司	· 用友-NC财务(2017)	-	
67	中国建筑科学研究院有限公司	-	-	
68	中国中车集团有限公司	· SAP-财务	-	· SAP-EAM · 金蝶-项目管理(2015)、 · 中企云链(2017)
69	中国铁路通信信号集团有限公司	· SAP-财务(2014.02-2015.12)	-	SAP-物资、销售、售后、项目、生产、设备、质量、HR(2014.02-2015.12)
70	中国铁路工程集团有限公司	· 浪潮-ERP(2008)	· 集团HR系统	· 浪潮-中铁鲁班电子商务平台(2019)
71	中国铁道建筑集团有限公司	· 用友-U8(2002) · 浪潮-资金(2007)	-	
72	中国交通建设集团有限公司	· 浪潮	· 集中采购平台(2014) · 与集团战略合作(2021)	·
73	中国信息通信	· SAP-烽火通信(2002)、	-	· 金蝶-云之家(2021)

	科技集团有限 公司	大唐电信		
74	中国农业发展 集团有限公司	浪潮	NCC	金蝶-HR
75	中国林业集团 有限公司	用友	审友	
76	中国医药集团 有限公司	用友-U8 总账、应收应 付、报表、固定资产、合 并报表、全面预算管理、 资金管理 (2003)	云平台 (2017)	金蝶-K/3 HR(2003)
77	中国保利集团 有限公司	用友-财务数智化转型服 务	-	
78	中国建设科技 有限公司	-	-	
79	中国冶金地质 总局	-	-	
80	中国煤炭地质 总局	用友-NC 财务	审友	
81	新兴际华集团 有限公司	-	-	
82	中国民航信息 集团有限公司	金蝶-苍穹·财务 (2020 启动)	-	
83	中国航空油料 集团有限公司	SAP	-	国泰新点-采购管理(504.8 万, 2019)
84	中国航空器材 集团有限公司	金蝶-EAS 合并报表、固 定资产管理、财务核算 (2008-2010)	-	金蝶-人力资源管理 (2008-2010)
85	中国电力建设 集团有限公司	-	财务公司管理驾驶舱 (2019)	
86	中国能源建设 集团有限公司		审友 (2020, 用时 1 年+)	金蝶-管易云 (2017)
87	中国安能建设 集团有限公司		-	浪潮-HR (35 万, 2021)
88	中国黄金集团 有限公司	-	提供财务数智化转型服务	
89	中国广核集团 有限公司	SAP (2008)	基于 iuap 云平台打造专业 的备件联储及供应链服务 平台 (2018)	金蝶-s-HR Cloud (2020)
90	中国华录集团 有限公司	鼎捷	战略合作 (2019)	
91	华侨城集团有 限公司	金蝶-苍穹·财务 (2020)	HR (2000)	
92	南光(集团)有 限公司	用友-财务 (2009 年开始)	HR、供应链 (2009 年开始)	银企联 (2020)

93	中国西电集团有限公司	SAP	· 审友	· 一采通 - 采购管理平台 (2014) · 金蝶 - HR
94	中国铁路物资集团有限公司	SAP	· iSM 智能服务管理器 (2014) · 投资与资产管理平台 (2021) · 审友	·
95	中国国新控股有限责任公司	-	· 企票通 (2019)	·
96	中国检验认证 (集团)有限公司	用友-NC 合并报表、全球网报系统, 财务共享规划	-	-
		中 (2020)		

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，人民政协网，中国核工业集团有限公司，it168，北京软件和信息服务业协会，湖南航天经济发展有限公司，用友智能制造，用友云服务，审友，用友微信公众号，用友 DHR，用友央客，用友软件新疆，手机知网，浪潮 inSuite，中国航发，天眼查，采招网，华为官网，用友能源，SAP 官网，青岛用友软件财务培训服务公司，Techweb，博科资讯官网，汇杰科技集团官网，远光软件，北极星输电网，西陆网，中国知网，电力工业网，用友北京销售服务中心，至顶网，e-works，万方数据，云星空软件，ERP 全球顾问云平台，普元信息官网，博科资讯官网，移动云，麒麟软件，SAP 天天事，云星空软件，哈电集团，信息化项目管理办公室，用友黑龙江，畅享网，浪潮云 ERP，用友网络河南分公司，信息化和软件服务网，爱学术，拓步 ERP 资讯网，商越，发现广海，航运交易公报，东航 IT 百分百，环球旅讯，用友云平台 iuap，中化信息技术有限公司，致远软件官网，用友审计，通用技术集团，国资小新，中华粮网，央企校招社招，江苏审友，招商局集团官网，国资报告，用友官网，华润环保官网，维普中文期刊服务平台，达策信息官网，浪潮云 ERP 官网，中智观察，用友建筑 yonyouccs，中国诚通控股集团有限公司官网，中国煤炭报，BOSS 直聘官网，中国中煤能源集团有限公司官网，机械总院集团，中国中钢集团有限公司官网，河南启智，中国钢研，化工 e 学，青海省盐务管理局，信云智联，元年科技官网，用友 NC Cloud，智领中国，知网研学官网，中国中车官网，中国中车，中国铁路通信信号股份有限公司，用友建筑，浪潮软件四川成都营销服务中心，抚顺用友软件，中国交建官网，云之家在线，赛迪网，SAP 教育培训，金蝶云服务，浪潮云南云计算中心，中国林业集团有限公司官网，中华会计网校，中国建材报，金蝶官网，中国煤炭地质总局官网，北京金蝶，金蝶微信公众号，金蝶认证授权合作伙伴，中国电力网，用友审计，金蝶管易云，鼎竑信息，金维讯官网，用友深圳，澳门用友，一采通电子采购，爱波瑞精益与智能，大连用友软件有限公司，中国铁物，国机集团，有研集团有限公司，中国电建，用友数字营销，天风证券研究所

说明：财务共享服务平台、资金管理、财务数智化转型服务等虽然与财务相关，但不属于狭义 ERP 的范畴；财务管理系统、财务管控等属于狭义 ERP 的范畴

### 3. 结论与投资建议

通过对 96 家央企管理系统的盘点，我们认为用友与央企的合作覆盖度高，财务、HR 及供应链相关系统市占率均为国内软件厂商首位，体现了公司在超大型企业市场卓越的地位。仅考虑一级央企管理系统的建设，至少释放约 45 亿元的空间；由于多数央企的下级单位会自建系统，若考虑央企二级单位相关系统的建设，则约有 350 亿元空间。同时，我们认为近年央企系统建设或替换的需求景气度较高，随着国内企业服务软件公司产品力的提升，央企国产化系统的建设近年有望迎来高峰。

#### 核心假设：

- 1) 公司向云服务业务转型顺利，云服务业务快速增长；
- 2) 公司实施分签推进顺利，部分实施相关的业务交由伙伴实现，软件销售下滑；
- 3) 公司大幅削弱金融相关业务，因而不对支付服务及互联网投融资业务做预测

我们预测公司 2021~2023 年营业收入为 105.31/135.31/169.13 亿元。由于行业景气度提升，我们判断公司销售及技术投入力度将相应加强，因而将 2021~2023 年净利润预测由 11.50/13.61/16.33 亿元调整至 10.14/11.87/14.88 亿元，对应 PS 12.13/9.52/7.61 倍，对应 PE 127.03/108.51/86.55 倍。

由于公司大部分营收来自云服务业务，国内国际对云计算相关公司较多采用 PS 估值，因而本文也对用友采取 PS 估值。基于可比公司估值，给予公司 21 年 17 倍 PS，对应 55.19 元目标价，维持“买入”评级。

表 12：公司业务拆分预测（单位：万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
软件销售	404,368	372,019	297,615	208,330
YOY	-22.2%	-8.0%	-20.0%	-30.0%
云服务业务（不含金融）	342,249	646,011	1,048,958	1,475,858
YOY	73.7%	88.8%	62.4%	40.7%
支付服务业务	74,482	19,822	-	-
YOY	14.5%	-73.4%	-	-
互联网投融资业务	26,000	9,380	-	-
YOY	-59.5%	-63.9%	-	-
其他	5,360	5,896	6,486	7,134
YOY	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
总营收	852,459	1,053,128	1,353,058	1,691,323
YOY	0.2%	23.5%	28.5%	25.0%
毛利率	61.1%	63.7%	61.7%	60.0%

资料来源：采招网，天风证券研究所

表 13：可比公司 PS 估值

	2021E	2022E	2023E
金蝶国际	16.56	13.14	10.34
明源云	19.60	14.02	9.95
远光软件	5.06	4.49	3.95
平均值	13.74	10.55	8.08

资料来源：wind，天风证券研究所

说明：上述估值基于 wind 一致预期

## 4. 风险提示

- 1) **央企管理系统建设进度不及预期。**若因宏观经济变化、央企数字化需求暂缓、国内企业服务软件厂商能力不足等因素导致央企管理系统建设进度不及预期，则可能对公司营业收入增速产生影响。
- 2) **样本统计具有一定局限性，统计方法可能存在一定误差，测算具有一定主观性，仅供参考。**尽管我们通过各种资料来源，尽可能找全公开的央企招投标信息，但对于市场规模的测算依然是建立在过去已知样本的基础上。不排除未知样本的数字与已知样本存在较大偏差，或未来系统建设金额与过去项目建设金额存在较大偏差的可能性。
- 3) **市场竞争风险。**尽管就目前而言，用友网络是样本数据中财务、HR、供应链等系统市占率最高的国内公司，但不排除技术革新、产品创新等因素可能导致的市场竞争格局变化。
- 4) **估值差异风险。**可比公司中存在港股公司，A 股与港股市场不同，估值方式等不同可能导致估值差异，存在估值体系上的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,147.45	5,604.88	6,212.96	8,266.42	11,047.38	营业收入	8,509.66	8,524.59	10,531.28	13,530.58	16,913.23
应收票据及应收账款	1,367.52	1,151.62	2,494.57	1,170.69	3,410.88	营业成本	2,942.23	3,320.59	3,823.91	5,180.86	6,765.29
预付账款	90.46	95.49	111.42	170.35	200.59	营业税金及附加	112.62	98.82	137.41	170.82	210.09
存货	22.86	423.31	220.12	137.53	267.42	营业费用	1,633.78	1,536.51	2,053.60	2,503.16	2,875.25
其他	1,540.03	1,477.88	1,636.76	1,845.96	1,969.63	管理费用	1,389.01	959.49	1,158.44	1,353.06	1,522.19
<b>流动资产合计</b>	<b>10,168.32</b>	<b>8,753.18</b>	<b>10,675.82</b>	<b>11,590.95</b>	<b>16,895.91</b>	研发费用	1,630.13	1,458.68	2,106.26	2,841.42	3,551.78
长期股权投资	1,781.94	2,472.65	2,472.65	2,472.65	2,472.65	财务费用	117.79	110.18	110.18	110.18	110.18
固定资产	2,509.50	2,432.16	2,358.01	2,291.03	2,215.35	资产减值损失	(36.10)	(47.44)	120.00	194.05	310.48
在建工程	0.00	75.08	81.05	96.63	87.98	公允价值变动收益	235.09	52.30	(5.04)	1.95	0.38
无形资产	870.24	1,061.47	824.52	587.57	350.62	投资净收益	287.20	75.00	160.00	200.00	160.00
其他	2,208.38	2,135.99	1,755.71	2,012.87	1,960.59	其他	(1,206.72)	(160.12)	(309.92)	(403.90)	(320.76)
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,370.07</b>	<b>8,177.34</b>	<b>7,491.94</b>	<b>7,460.75</b>	<b>7,087.20</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,404.62</b>	<b>1,120.58</b>	<b>1,176.45</b>	<b>1,378.98</b>	<b>1,728.35</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,538.38</b>	<b>16,950.26</b>	<b>18,174.34</b>	<b>19,060.47</b>	<b>23,994.81</b>	营业外收入	8.76	23.88	16.29	16.31	18.83
短期借款	4,235.54	2,375.40	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	9.53	18.29	12.28	13.36	14.64
应付票据及应付账款	597.05	548.82	847.34	997.00	1,407.36	<b>利润总额</b>	<b>1,403.85</b>	<b>1,126.17</b>	<b>1,180.46</b>	<b>1,381.93</b>	<b>1,732.53</b>
其他	4,279.80	5,025.92	6,219.04	5,616.32	8,796.39	所得税	82.54	74.79	78.40	91.78	115.06
<b>流动负债合计</b>	<b>9,112.40</b>	<b>7,950.14</b>	<b>8,066.38</b>	<b>7,613.32</b>	<b>11,203.75</b>	<b>净利润</b>	<b>1,321.31</b>	<b>1,051.38</b>	<b>1,102.07</b>	<b>1,290.15</b>	<b>1,617.47</b>
长期借款	45.00	0.00	20.00	20.00	20.00	少数股东损益	138.32	62.78	88.17	103.21	129.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,182.99</b>	<b>988.60</b>	<b>1,013.90</b>	<b>1,186.94</b>	<b>1,488.07</b>
其他	86.79	452.84	196.26	245.30	298.13	每股收益(元)	0.36	0.30	0.31	0.36	0.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>131.79</b>	<b>452.84</b>	<b>216.26</b>	<b>265.30</b>	<b>318.13</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,244.19</b>	<b>8,402.99</b>	<b>8,282.64</b>	<b>7,878.62</b>	<b>11,521.89</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1,121.56	1,004.34	1,092.50	1,195.71	1,325.11	营业收入	10.46%	0.18%	23.54%	28.48%	25.00%
股本	2,503.90	3,270.45	3,270.53	3,270.53	3,270.53	营业利润	48.93%	-20.22%	4.99%	17.22%	25.33%
资本公积	1,762.11	1,096.40	1,096.40	1,096.40	1,096.40	归属于母公司净利润	93.26%	-16.43%	2.56%	17.07%	25.37%
留存收益	5,153.93	4,514.77	5,528.67	6,715.60	7,877.28	<b>获利能力</b>					
其他	(2,247.30)	(1,338.68)	(1,096.40)	(1,096.40)	(1,096.40)	毛利率	65.42%	61.05%	63.69%	61.71%	60.00%
<b>股东权益合计</b>	<b>8,294.19</b>	<b>8,547.28</b>	<b>9,891.70</b>	<b>11,181.85</b>	<b>12,472.92</b>	净利率	13.90%	11.60%	9.63%	8.77%	8.80%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,538.38</b>	<b>16,950.26</b>	<b>18,174.34</b>	<b>19,060.47</b>	<b>23,994.81</b>	ROE	16.49%	13.11%	11.52%	11.89%	13.35%
						ROIC	29.91%	28.88%	31.18%	37.79%	65.11%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	52.71%	49.57%	45.57%	41.33%	48.02%
净利润	1,321.31	1,051.38	1,013.90	1,186.94	1,488.07	净负债率	-33.48%	-37.26%	-51.51%	-64.11%	-79.81%
折旧摊销	334.32	356.62	365.13	368.35	371.28	流动比率	1.12	1.10	1.32	1.52	1.51
财务费用	152.72	138.65	110.18	110.18	110.18	速动比率	1.11	1.05	1.30	1.51	1.49
投资损失	(287.20)	(75.00)	(160.00)	(200.00)	(160.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,293.98)	2,452.76	253.33	495.19	1,175.32	应收账款周转率	5.92	6.77	5.78	7.38	7.38
其它	1,305.88	(2,311.39)	83.13	105.16	129.78	存货周转率	381.36	38.21	32.73	75.66	83.53
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,533.04</b>	<b>1,613.02</b>	<b>1,665.66</b>	<b>2,065.81</b>	<b>3,114.63</b>	总资产周转率	0.52	0.49	0.60	0.73	0.79
资本支出	262.84	831.67	316.59	30.96	(2.83)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	79.05	690.71	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.36	0.30	0.31	0.36	0.45
其他	(524.84)	(2,415.96)	(203.43)	86.85	109.91	每股经营现金流	0.47	0.49	0.51	0.63	0.95
<b>投资活动现金流</b>	<b>(182.96)</b>	<b>(893.58)</b>	<b>113.16</b>	<b>117.81</b>	<b>107.08</b>	每股净资产	2.19	2.31	2.69	3.05	3.41
债权融资	4,370.54	2,420.40	1,117.48	1,097.49	1,093.32	<b>估值比率</b>					
股权融资	(294.23)	233.89	132.49	(109.86)	(109.86)	市盈率	108.87	130.28	127.03	108.51	86.55
其他	(4,230.91)	(4,969.78)	(2,420.71)	(1,117.79)	(1,424.20)	市净率	17.96	17.07	14.64	12.90	11.55
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(154.60)</b>	<b>(2,315.49)</b>	<b>(1,170.74)</b>	<b>(130.16)</b>	<b>(440.74)</b>	EV/EBITDA	20.57	44.84	74.87	65.38	53.78
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.71	50.21	96.12	81.55	64.64
<b>现金净增加额</b>	<b>1,195.49</b>	<b>(1,596.05)</b>	<b>608.08</b>	<b>2,053.46</b>	<b>2,780.96</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com