

2021年08月05日

# 用友网络深度报告：“用”平台，“友”生态 买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

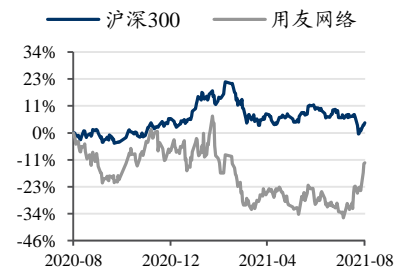
wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,525	9,750	12,337	16,537
同比(%)	0.2%	14.4%	26.5%	34.0%
归母净利润(百万元)	989	386	797	1,196
同比(%)	-16.4%	-60.9%	106.4%	50.1%
每股收益(元/股)	0.30	0.12	0.24	0.37
P/E(倍)	136.94	350.65	169.92	113.19

## 投资要点

- 大客户和混合云方是未来：**上云后基于平台化的逻辑，ERP从单一的企业后台管理产品，逐步扩展到中台PaaS管理，再延伸到前台业务营销、客户关系管理、供应商管理和生产制造等业务系统环节，这些以前都不属于狭义ERP范畴的软件领域，都将成为云化ERP的增量市场。中台PaaS打造出的云生态，方便第三方在平台上开发、销售软件产品，ERP厂商从中抽成将成为新的商业模式。大型企业客户是云业务推广的核心，而混合云更能满足客户需求。根据公司数据，十四五期间仅央企ERP市场规模就将达到千亿级别。
- 丰富的产品矩阵和领先的地位：**友云的云产品矩阵由两部分组成：专注于企业内部资源管理的云ERP和专注于企业外部连接的商业创新平台BIP。2020年YonBIP累计客户数已经达到近5000家，公司产品在大型企业国内领先，而且外部管理、企业互联网的理念领先国际厂商。同时根据IDC数据，2020年用友在中国工业云应用解决方案市场份额为行业第一名，竞争优势明显，工业互联网逻辑正在提升用友网络未来市场空间。YonBIP基于以平台化服务、生态化发展为核心理念，制定了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，实现千亿营收的发展目标，体现出用友服务于企业商业创新的战略级考量和坚定决心。
- 精准分层的客户发展战略：**针对大型企业客户，“有求必应”，并不刻意强调产品形态，全方位满足客户需求。随着平台化战略的推进，用友会更加专注于标准化应用，个性化部分将由生态伙伴来完成；针对中型企业客户，用友依托Yonsuite和U8C/U9C的快速崛起，通过转化软件时代的存量客户实现“强者归来”；针对小微企业客户，“乘胜追击”，通过坚决推行公有云收入增长策略，同时签约美团、电信、移动等优质生态伙伴，利用生态链接实现小微企业大面积覆盖，带来订阅制收入增长。
- “用”平台，“友”生态：**YonBIP正在通过平台化和生态化的理念建立起差异化的竞争优势。用友通过生态战略，采用标准化产品+生态产品+实施+客户化开发的发展模式，以标准化产品为基础，融合优质生态伙伴产品，在此基础上通过实施和客户化开发，共同实现产品交付。截至2021年3月，用友在软件业务和云服务的商业伙伴超过1300家，YonStore入驻伙伴已超过8700家，生态建设优势显著。未来友用的收入将由平台型收入+订阅型收入两部分构成，随着用友生态的完善，平台化带来的佣金收入将会逐步提升友用的收入规模和收入质量。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到公司2021年对金融业务进行了剥离，并大幅招聘研发和销售人员，我们将2021-2023年收入预测从100.14亿元/134.02亿元/181.75亿元下调至97.50亿元/123.37亿元/165.37亿元，当前市值对应2021-2023年PS分别为14/11/8倍。用友产品矩阵丰富、客户战略清晰，大型企业客户优势明显，长期的know-how积累已形成核心竞争壁垒，我们看好YonBIP平台承载用友“平台”+“生态”战略的发展和表现，用友收入规模和质量将会持续提升，我们预计2021年目标市值为2049亿元，目标价62.65元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**企业上云进度相关政策不及预期；各类型企业IT预算不及预期；市场竞争加剧；信创产业发展进度不及预期；

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	41.39
一年最低/最高价	29.52/51.82
市净率(倍)	19.62
流通A股市值(百万元)	134562.28

## 基础数据

每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	52.92
总股本(百万股)	3270.53
流通A股(百万股)	3251.08

## 相关研究

- 《用友网络(600588):用友网络:定增加速 专注云服务战略规划》2021-07-17
- 《用友网络(600588):一季度报告点评:云服务好于市场预期,用友向云、战略加速》2021-04-29
- 《用友网络(600588):2020年年报点评:业绩符合预期,云转型硕果累累》2021-03-27

## 内容目录

<b>1. 大客户和混合云方是未来</b>	<b>5</b>
1.1. 国内 ERP 行业迎来数字化和国产化市场机遇	5
1.2. 云化带来广阔增量市场	6
1.3. 中小企业不是云计算的主战场	7
1.4. 大型企业客户才是云业务推广的核心	8
1.5. 大型企业客户更加青睐混合云	9
1.5.1. 公有云架构与大型企业客户需求的矛盾	9
1.5.2. ERP 系统部分进行公有云部署的意义	9
1.5.3. 混合云更能满足客户需求	10
<b>2. 用友丰富的云产品矩阵，直达用户全方位需求</b>	<b>11</b>
2.1. 产品体系行业领先	12
2.2. NCC+YonBIP 帮助大型企业客户实现商业创新	14
2.2.1. YonBIP 承载了连接和生态的价值主张	14
2.2.2. YonBIP 的商业模式包括卷入式推广和平台抽成	16
2.2.3. YonBIP 的工业互联网逻辑提升未来市场空间	17
2.2.4. NC Cloud 是全面基于云原生，面向大型企业客户的 ERP 产品	20
2.3. Yonsuite 与 U8/U9 Cloud 助力成长型企业的全面数字化	22
2.3.1. Yonsuite 聚焦企业创新力，发出 SaaS 最强音	22
2.3.2. 成长型企业云 ERP U8 Cloud 和成长型企业数智制造创新平台 U9 Cloud	24
2.4. 畅捷通与 T+Cloud 满足小微企业财税基本需求	25
2.4.1. 内部的数智财税满足小微企业核心需求	26
2.4.2. 外部的数智商业顺应新零售时代浪潮	27
<b>3. 用友精准分层的客户发展战略与领先的平台化战略</b>	<b>28</b>
3.1. 大客户战略：“有求必应”	28
3.1.1. 用友在大型客户领域优势明显	28
3.1.2. 用友全方位满足大客户需求，保持收入高速增长	29
3.2. 中型客户战略：“强者归来”	30
3.3. 小微客户战略：“乘胜追击”	32
<b>4. 用友的抱负，领先的平台化和生态化战略</b>	<b>33</b>
4.1. “平台+生态”让商业创新更加高效便捷，降低边际成本	33
4.2. 平台型服务模式将持续提高用友盈利质量	35
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>37</b>
5.1. 盈利预测	37
5.2. 估值	39
<b>6. 风险提示</b>	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: IDC 数字化转型旅程预测 .....	5
图 2: 2019 年中国高端 ERP 市场份额 .....	6
图 3: 打造云和智能为核心的数字平台 .....	6
图 4: 用友网络的用友云生态云图 V2.0 .....	7
图 5: 用友网络 2015-2020 年销售费用率 (单位: %)	7
图 6: 用友网络 2015-2020 年人均销售收入 (单位: 百万元)	7
图 7: 近半中小企业使用免费人力资源管理工具 .....	8
图 8: 2020 年用友网络产品收入结构图 .....	12
图 9: 用友云业务产品矩阵 .....	12
图 10: ERP 和 BIP 的关系 .....	13
图 11: 用友云产品细分组成 .....	14
图 12: YonBIP 架构示意图 .....	15
图 13: Salesforce 每收入 1 美元, 其生态收入规模 (单位: 美元)	17
图 14: 2020 年报 BIP 类产品及服务客户数量 .....	17
图 15: 中国工业云解决方案市场规模(亿美元)	18
图 16: 用友网络精智工业互联网平台整体业务流程图 .....	19
图 17: 2020 年下半年用友在中国工业云应用解决方案市场份额为 12.5%	20
图 18: NC Cloud 大型企业数字化平台 .....	20
图 19: NCC 的云原生架构 .....	21
图 20: NCC 的融合互联方案 .....	21
图 21: 保障数字化转型基础设施的高可信 .....	22
图 22: YonSuite 成长型企业智能云 ERP .....	23
图 23: YonSuite 平台架构 .....	24
图 24: 用友网络 U8+商业创新平台产品介绍图 .....	25
图 25: U9cloud 合作伙伴 .....	25
图 26: 畅捷通 SaaS 服务板块及主要产品类型 .....	26
图 27: 好会计功能界面 .....	26
图 28: 好生意功能界面 .....	27
图 29: 畅捷通 T+Cloud 新零售模式界面图 .....	28
图 30: 2020 年 NCC 产品及服务收入与客户数量 (单位: 亿元, 家)	29
图 31: “用友+ISV 生态”一体化 .....	30
图 32: YonSuite 基于云原生架构全新设计 .....	31
图 33: 2020 年小微企业云市场市占率 .....	32
图 34: 畅捷通云服务收入及增速 (单位: 亿, %)	32
图 35: 畅捷通渠道伙伴与生态平台建设成果 .....	33
图 36: 用友生态伙伴定位 .....	34
图 37: 用友生态伙伴 .....	35
表 1: ERP 与公有云架构的对立面 .....	9
表 2: 适合公有云部署的应用 .....	10
表 3: SAP 对“智慧企业”ERP 的定义 .....	11

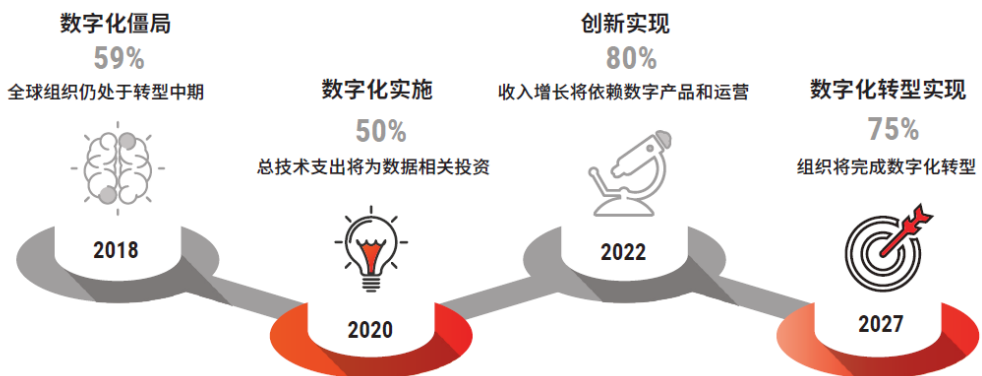
表 4: BIP 和 ERP 的区别 .....	11
表 5: BIP 对于企业客户的核心价值 .....	13
表 6: YonBIP 四大中台 .....	15
表 7: 部分标杆客户列举 .....	19
表 8: YonSuite 帮助中型企业客户实现在线化 .....	23
表 9: 三大生态合作模式 .....	34
表 10: 此三种收入模式比较 .....	36
表 11: Salesforce 收费方式 .....	37
表 12: 用友网络收入预测 .....	37
表 13: 用友各产品毛利率及预测 .....	38
表 14: 用友各项费用率及预测 .....	39
表 15: 美股云计算净利率 .....	39
表 16: 云计算可比估值 .....	39

## 1. 大客户和混合云方是未来

### 1.1. 国内 ERP 行业迎来数字化和国产化市场机遇

云计算赛道持续高景气。用友网络公告数据显示，2018 年全国企业上云比例仅为 44%，国内企业上云需求强烈，趋势加速。根据 IDC 预测，2021 年中国 90% 以上的企业都会采用多云的方式，即通过公有云、私有云组合管理自己的信息系统；企业数字化转型到 2027 年才有望全面实现，市场应充分认识其过程的长期性和持续性。

图 1: IDC 数字化转型旅程预测



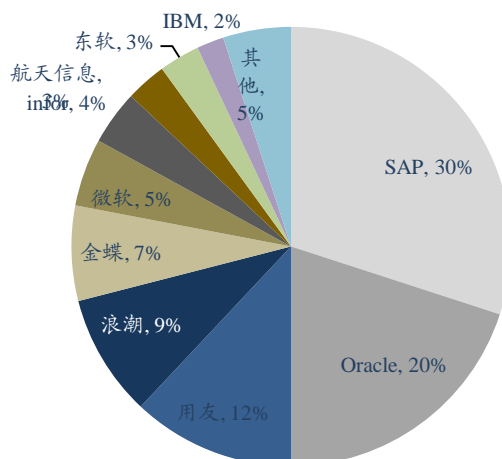
数据来源：《用友数字化平台白皮书》、东吴证券研究所

**政策推动企业数字化转型。**《十四五》规划指出“...以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革...推进产业数字化转型，实施“上云用数赋智”行动，推动数据赋能全产业链协同转型。”数字化转型是所有企业共同面对的战略课题。

**企业数字化加速国内 ERP 市场发展。**未来中国企业会转向高端制造，产品和服务呈现出精密和复杂的特性，这就要求企业在企业资源的管理上更加专业。随着企业数字化进程的推进，国内企业比以往更加需要 ERP 提供复杂管理的支持。在传统软件服务领域，国内很多行业的信息化都是海外厂商处在领先地位。在企业云化过程中，由于新技术的出现又重新让国内外厂商回到了同一起跑线。云技术的普及给了国内软件企业弯道超车的机会，企业上云的过程将会带给 ERP 行业较大的发展空间。

**国产化为民企 ERP 厂商带来新空间。**在国内高端 ERP 市场中，SAP 和 Oracle 处于垄断地位。根据中国工业技术软件化产业联盟数据，2019 年基于销售额国内高端 ERP 市场中用友市场份额仅 12%，就已在国内厂商中排名第一，SAP 和 Oracle 合计占比为 50%，因此未来国产化替代空间十分广阔。ERP 作为企业数据的重要承载平台，国产化进程正伴随企业上云来完成。根据上市公司提供的数据，十四五期间仅央企 ERP 市场规模将会达到千亿级别，此外还有国企与大型民企国产化市场亦值得期待。

图 2：2019 年中国高端 ERP 市场份额

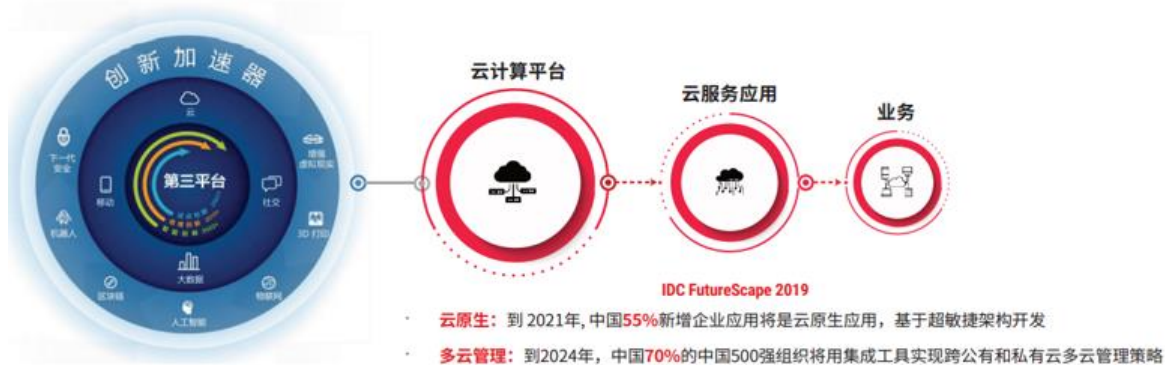


数据来源：中国工业技术软件化产业联盟，东吴证券研究所

## 1.2. 云化带来广阔增量市场

上云是数字化转型的基础。在全球数字经济背景下，云计算成为企业数字化转型的必然选择。新一代数字化转型平台首先应基于云环境构建，拥有云在承载环境、扩展能力和融合服务方面所具备的诸多天然优势。基于云环境开发的应用系统天然具备云架构所带来的按需扩展、分布式架构、高可用性等一系列特性优势。

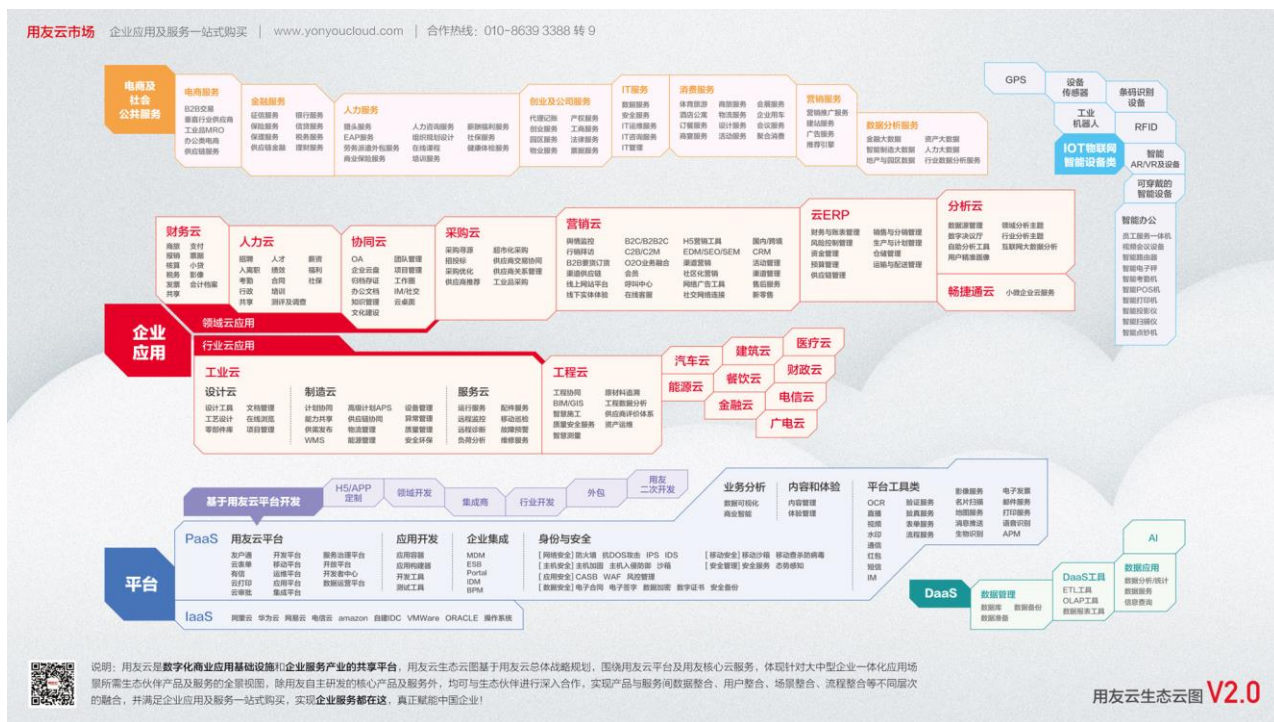
图 3：打造云和智能为核心的数字平台



数据来源：IDC2019，东吴证券研究所

**ERP 云化拓宽产品边界。**上云后基于平台化的逻辑，ERP 从单一的企业后台管理产品，逐步扩展到中台 PaaS 管理，再延伸到前台业务营销、客户关系管理、供应商管理和生产制造等环节，这些以前都不属于狭义 ERP 范畴的软件领域，都将成为云化 ERP 的增量市场。中台 PaaS 打造出的云生态，方便第三方在平台上开发、销售软件产品，ERP 厂商从中抽成将成为新的商业模式。

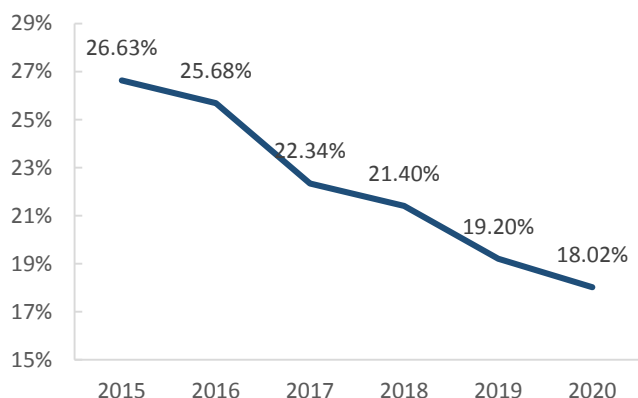
图 4：用友网络的用友云生态云图 V2.0



数据来源：2018 用友生态大会，东吴证券研究所整理

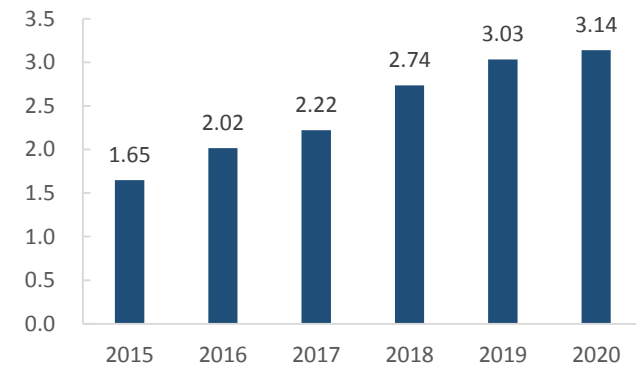
云化提升 ERP 厂商经营质量。相比传统软件时代，ERP 厂商通过为客户提供云产品、对企业客户进行 IT 架构升级，提高了 ERP 市场天花板；同时受益于下游需求旺盛和产品边界拓宽，客户数量和单客户价值持续提升；中台和生态建设把沉淀的行业 know-how 具化为产品标准化程度的提高，ERP 厂商转云后经营规模和经营质量都有了明显优化。

图 5：用友网络 2015-2020 年销售费用率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：用友网络 2015-2020 年人均销售收入（单位：百万元）



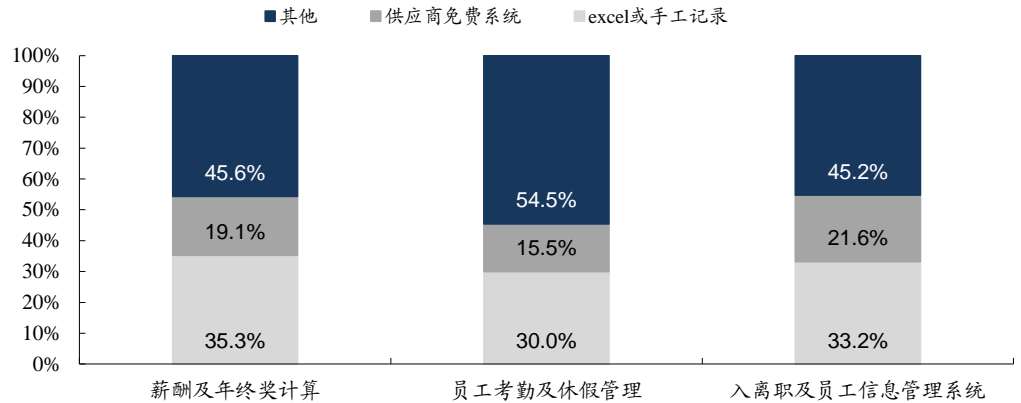
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 中小企业不是云计算的主战场

中小企业对管理软件付费意愿不强。根据《2020 年中小企业人力资源管理调研报

告》，我国使用免费工具作为主要人力资源管理工具的中小企业比例在一半左右，其中 Excel 表或手工记录占到三成以上。中小企业的生存压力远高于大型企业，这使得中小企业在进行投资决策时，更倾向于把资金投向回报效果直接且显著的地方，如营销渠道的拓展等。对于数字化这种周期相对较长且回报并不直观的支出，通常并不是他们的优先选择，甚至不是必选项。

图 7：近半中小企业使用免费人力资源管理工具



数据来源：《2020 年中小企业人力资源管理调研报告》，东吴证券研究所

**中小企业往往资金链薄弱，对软件的付费能力较差。**我国小型企业普遍面临着融资困难、资金链薄弱等问题，根据中国中小企业协会于 2020 年 6 月的调研报告显示，60% 以上的中小微企业反映公司的资金链紧张，流动资金存在缺口，而只有 10% 的企业表示现有资金能够维持企业维持半年以上，同时，30.36% 的中小企业反映融资困难。这都导致了中小企业的软件付费能力普遍较差。

**小微企业生命周期短，难以支撑订阅制的付费模式。**海外的 SAAS 逻辑强调为客户提供标准化和订阅制的服务，通过长期稳定的现金流入和不断下降的边际成本实现盈利。根据中国人民银行《中国小微企业金融服务报告（2018）》数据，中国中小企业平均寿命为 3 年，对比美国和日本分别是 8 年和 12 年。国内的中小企业生命周期较短，云厂商往往还没获得足够的收入，客户就已经停止经营了。

#### 1.4. 大型企业客户才是云业务推广的核心

**大型企业客户具有标杆性。**大型企业客户除了具有更好的付费能力外，本身也具有标杆效应。现阶段企业进行数字化转型的重要掣肘就是缺少系统规划，无法满足客户中长期的业务发展需求。云厂商是否有成熟的大客户完整解决方案，将会是未来客户选择云产品的重要考虑因素。云厂商通过积累典型案例和服务经验，影响力逐步放大，原先积累的客户会助力后续获客。

**通过大型企业客户加高竞争壁垒。**ERP 厂商需要对企业进行流程化改造，行业 know-how 的积累往往是打动客户的最重要抓手。在技术实现相对便捷的当下，对行业需求的深刻理解才是云厂商的竞争壁垒。大型企业客户对产品的要求更多体现了技术和行业需



求的发展方向，促进云厂商产品和平台更加成熟，使其具有更强的内生和复制能力，而在未来的业务拓展过程中占领更多市场需求，降低更多产品成本。

## 1.5. 大型企业客户更加青睐混合云

公有云因为标准化和订阅制，对云厂商更加有利，但客户的需求才会主导行业行进的方向。

### 1.5.1. 公有云架构与大型企业客户需求的矛盾

客户使用公有云服务不需要保有任何基础设施，直接像水电煤一样使用云计算资源，这些资源位于云提供商的数据中心，并由通过互联网访问它们的多个客户共享。但是商业的现实和技术企业的理想之间总是存在沟壑。公有云具有的标准化、订阅制、云端存储的特点，与大型企业客户的需求并不匹配。

**大型企业客户天然需要定制化。**大型企业客户本身业务复杂，其商业模式和管理流程往往自成一格，需要云厂商针对客户需求进行大量的定制化开发。这与公有云标准部署、标准运维的产品不匹配。

**大型企业客户较难接受订阅制。**对于国内企业而言，通过付费订阅获得的只是应用的暂时使用权，接受订阅制的付费模式仍然需要漫长的教育过程。此外，根据财政部、国家税务局对于软件会计处理的相关规定，企业购入计算机软件计入资产类科目，订阅制支出计入费用类科目。大型企业尤其是央企对于费用科目的管控更为严格，因此更容易接受买断制的付费方式。

**大型企业客户更重视数据安全。**企业使用公有云时，数据储存在云厂商或第三方的数据中心，为企业数据安全带来一定的风险。大型企业客户，尤其是政府、金融、运营商等行业，因为各种各样的合规要求会尽可能实现数据的本地化存储。

表 1: ERP 与公有云架构的对立面

ERP 有系统稳定的需求	对于一些企业如零售，物流，制造业，对 ERP 系统的稳定性要求非常高，无法接受 SaaS 模式的强制更新要求。停机时间会对企业造成严重的经济损失。
企业需要对 ERP 软件本身的代码进行更改	对于大型企业，标准的业务流程往往无法满足企业的需要，通常需要对如订单到交付的流程进行符合企业实际情况的修改，从而对 ERP 软件本身的代码进行更改。SaaS 软件的模式，只允许对一些流程功能进行增强和拓展，不允许客户对代码进行修改因而无法满足一些企业的需求。
数据处理的合规安全考虑	ERP 系统中存有企业大量的生产、客户、财务数据。对于政府，金融等一些行业，核心的 IT 系统无法放在公有云上，只能放在自己的数据中心中进行管理。

数据来源：东吴证券研究所整理

### 1.5.2. ERP 系统部分进行公有云部署的意义

**公有云为企业实现外部连接。**社会化的信息与资源共享让企业可以实时响应市场的变化与消费者需求，同时也可以通过企业间的产业链共享与协同构建更有竞争力的商业策略，创造出更低成本，更高效率的商业流程与模式。

**公有云为企业带来人工智能反哺。**如果企业想做内部的数据查询或者统一报表，传统的 ERP 就可以实现；但如果企业想做人工智能应用和数据挖掘，就必须得要连接公有云，通过社会化数据存储和云平台算力实现人工智能的反哺。

**企业应该按需进行公有云部署。**现有本地的应用采用何种方式上云，跟企业业务战略和数字化转型战略相匹配。企业进行公有云部署，究竟是定位到怎样的深度，必须根据自身业务特性、业务战略以及行业趋势找准定位。

表 2: 适合公有云部署的应用

适合应用类型	原因
对外的数字化渠道平台或工具	无论是企业网站、社交平台，还是电商平台、经销商和供应商协作平台等，由于用户访问突发事件多、用量峰值高，是公有云部署的首选，能显著避免性能瓶颈、降低成本。
数据分析平台	大数据平台以及相应的数据分析应用，对基础设施的软硬件资源要求高，访问人数和频度低，将数据平台和分析工具进行公有云部署是较为经济的做法，云存储备份服务的成本节降比较显著。
构建全新技术的数字化应用	企业不可能跟专业的云服务公司竞争来自己开发物联网、人工智能的平台，因而采用这些新技术的数字化应用，都适合在公有云上直接开发。
新建的应用系统	新技术开发的、相对较新的应用系统，较为容易进行架构改造，采用重构或修改平台的方式，实现公有云部署。

数据来源：东吴证券研究所整理

### 1.5.3. 混合云更能满足客户需求

混合云部署通常是指通过专线或 VPN 把客户自有的计算设施和公有云计算设施连接在一起，公有云、私有云和内部部署的应用程序被无缝集成。

**企业通过混合云建立便利和安全平衡的 IT 环境。**每个企业都可能面临 IT 资源短期的激增需求，有了混合云，客户就可以围绕自己的基础用量采购自有 IT 资产，自己运营私有云，而短期波动的增量则可以通过公有云服务满足，等需求高峰过去就可以去掉这部分的开支。企业也可以将运维难度比较低的基础云服务保留在自己的设施内，而同时使用公有云提供的复杂计算服务。

**混合云正在成为国际厂商的发展方向。**混合云策略现在已经得到了厂商和客户的双重支持，它结束了公有云和私有云非黑即白的争议，使得整个 IT 产业更加务实。这其中也诞生了很多的商业机会，微软，亚马逊，IBM，Google 等领先的云计算厂商都推出

了自己的混合云解决方案。因为混合云方案主流化，云计算厂商的竞争开始从基础云资源的成本向应用开发生态环境迁移。

表 3: SAP 对“智慧企业”ERP 的定义

<b>ERP 定位</b>	ERP 定位于数字化核心 (Digital Core)，一般部署于企业私有或私有云环境。
<b>公有云作用</b>	利用公有云基础来搭载应用平台 (云平台) 整合数据、应用，支持应用创新。
<b>SaaS 服务整合</b>	整合面向用户的各种 SaaS 服务，尤其是 SAP 收购和新开发的一系列 SaaS，例如收购回来的采购云 Ariba、人才云 SuccessFactors、费用管理云 Concur 等。
<b>内存数据库的作用</b>	基于 SAP HANA 内存数据库提供高效的运算能力大大缩短系统响应时间。

数据来源: SAP 官网, 东吴证券研究所整理

## 2. 用友丰富的云产品矩阵，直达用户全方位需求

**BIP 成为新时期全新一代产品形态。**随着云计算、大数据、人工智能这些新技术层出不穷，整个产业已经由信息化发展到数智化阶段，客户的核心需求已经不再是流程优化和提高效率，而是如何快速响应市场，进行商业创新，重构发展力。客户需要的不再是流程驱动的 ERP 软件服务，而是数据驱动的商业创新平台云服务。这个时候用友提出了 BIP 的概念，来源于对企业外部上下游管理需求敏感度上升的商业洞察。

表 4: BIP 和 ERP 的区别

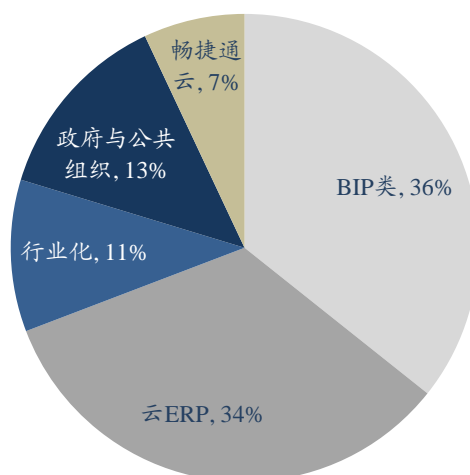
项目	ERP	BIP
<b>企业价值</b>	流程优化，提高效率	商业创新，重构发展力
<b>驱动方式</b>	流程驱动 (以流程为中心，流程+数据)	数据驱动 (以数据为中心，数据+算法+流程)
<b>价值形态</b>	业务支撑+管控	在线业务运营+赋能+管控
<b>协同范围</b>	企业内协同，产业链有限协同	企业间+企业内，价值网/社会化商业协同
<b>灵活性</b>	有限弹性，灵活创新困难	高弹性，可扩展，让企业快速创新，响应变化
<b>生态方式</b>	有限生态合作	强生态共性，大量多类型提供商共同服务企业商业创新
<b>计算方式</b>	企业级计算	社会级计算
<b>业务逻辑</b>	最佳实践	数据智能
<b>智能化</b>	商业智能分析 (BI)	人工智能 (AI) (机器学习/智能交互/RPA)
<b>实时性</b>	延时/准实时批处理	实时在线
<b>数据化</b>	大量数据的录入，计算，存储，应用	海量数据的介入，交互，计算，存储，服务
<b>架构</b>	SOA，应用组件	云原生，做服务，中泰华，可信数据来源 (SSOT)
<b>产品形态</b>	一体化套件/巨石类系统	平台化的微服务群/集，企业可以灵活选用
<b>应用方式</b>	功能型，模块化应用，用户体验不足	场景化/任务化，角色化，特性化服务，用户体验升级
<b>价格模式</b>	软件使用许可费+软件产品服务费，资产投资	用户账号使用费/年使用费，服务费用

数据来源: 用友 BIP 白皮书, 东吴证券研究所整理

根据用友 2020 年年报披露信息，公司产品线收入主要由 BIP 类、云 ERP、政府与

公共组织、行业云和畅捷通云组成。

图 8: 2020 年用友网络产品收入结构图



数据来源：用友 2020 年度报告，东吴证券研究所

## 2.1. 产品体系行业领先

ERP 和 BIP 分别强调企业的内部管理和外部连接。用友的云产品矩阵主要由两部分组成，一部分是专注于企业内部资源管理的云 ERP，包括 NCC、U8C 和 T+C；另一块是专注于企业外部连接的商业创新平台（BIP），包括针对大型企业的 YonBIP 和针对中型企业的 YonSuite。

图 9: 用友云业务产品矩阵

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	云产品	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)
小型企业	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

数据来源：用友 2020 年度报告，东吴证券研究所

ERP 和 BIP 是树叶和树的关系。BIP 的目标是支撑企业快速结网、快速接入产业上下游企业甚至社会资源，打造产业互联网。所以从这个目标来看，一个广义的 BIP 是包含 ERP 的，只有包含了 ERP，才方便各个生态合作伙伴作为一个产业节点都能快速接入产业互联网中。一个产业就相当于一棵树，具有：树叶、树枝、树干三部分。树干就相当于产业互联网，树叶就相当于产业上下游及生态各个企业，各家企业均通过树枝来连接到这片产业互联网上。

图 10: ERP 和 BIP 的关系



数据来源：用友 BIP 白皮书，东吴证券研究所

商业创新的关键在于产业互联网（连接上下游）和业务在线化。企业可以借助互联网网络快速吸引全球用户、可以 24x7 为全球用户提供在线服务、可以与最终消费者直接零距离连接与即时互动。BIP 对于企业客户来说，核心价值就是：可以使大中小企业在产业互联网的时代背景下，便捷地开展商业创新。

表 5: BIP 对于企业客户的核心价值

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
可进行技术智能化驱动
可快速商业创新探索

数据来源：用友 BIP 白皮书，东吴证券研究所整理

产品体系和商业模式方面的思路更加清晰。公司推进的“商业创新平台(BIP)”理念和战略定位，符合全球企业应用与服务产业的发展潮流。YonBIP 平台集中体现了公司对产业互联网和未来商业的理解和布局，实现了公司产品的一体化整合和打通。YonBIP 完全基于云原生技术，采用无服务器计算和微服务架构，打通企业内外，以业务中台、数据中台和技术中台为核心，聚基于统一的平台和公共服务，基于此打造商业创新生态的强大底座，成为用友及生态未来整体业务的统一平台。

用友未来将会形成面向大型企业客户的生态化、面向中型企业客户的行业化、面向小微企业客户的标准化产品矩阵。

图 11: 用友云产品细分组成

YonBIP用友商业创新平台					
iuap云平台	领域云	YonSuite	小微企业云	行业云	云生态
技术平台	营销云	营销电商一体化	好会计	用友政务云	云市场YonStore
YonBuilder	制造云	产供销一体化	好生意	用友工业互联网	APIlink
YonLinker	采购云	业财税一体化	畅捷贷	用友医疗云	开发者社区
数据中台	供应链云	人力协同一体化	工作圈	国资企业云	(UDN)
智能中台	金融云			用友建筑云	会计家园
业务中台	财务云			用友汽车云	
	税务云			用友教育云	
	人力云			用友餐饮云	
	协同云			用友烟草云	
	资产云			用友能源云	
	通信云			金融科技服务	
				用友广信	
云ERP					
大型企业数字化平台	成长型企业数智制造创新平台		成长型企业云ERP	小微企业人财货客一体化管理	
NC Cloud	U9 Cloud		U8 Cloud	T+Cloud	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.2. NCC+YonBIP 帮助大型企业客户实现商业创新

公司面向大型企业(包括巨型企业和一般大型企业)提供用友商业创新平台 YonBIP 和 NC Cloud 的混合云解决方案。

### 2.2.1. YonBIP 承载了连接和生态的价值主张

**YonBIP 是应用+中台+生态。**YonBIP 主要由应用服务、平台服务和生态服务三部分组成，其中应用服务是指领域云和行业云，平台服务是指 IUAP，生态服务包括低代码开发平台、连接平台和云市场等。因此 YonBIP 可以理解为在 IUAP 平台之上，有效地融合了领域云、行业云等应用，提供低代码开发平台等工具，为大型企业商业创新赋能的解决方案集合。

图 12: YonBIP 架构示意图



数据来源: 用友网络官方公众号, 东吴证券研究所

- (1) **领域云通过端到端的供应链管控实现了产业互联。** YonBIP 聚焦八大核心领域 SaaS 服务, 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。在产业互联网中一般有四个角色: 第一是零售门店, 第二是分销代理商, 第三是品牌制造商, 第四是原材料供应方, YonBIP 相应地采用四朵云去打通供应链: 管理零售门店的营销云可以实现 2C, 代理商和分销商可以使用供应链云, 制造商使用制造云, 上游原材料供应商使用采购云, 这几朵云可以相互独立也可以相互打通, 整合到一起就实现了 YonBIP 平台的产业互联。
- (2) **云平台 IUAP 提供了标准化的中台服务。** 技术平台、数据中台、智能中台、业务中台、低代码开发平台及连接平台统称 IUAP。技术中台助力前台和业务中台、数据中台的快速建设, 业务中台与数据中台、技术中台相辅相成, 互相支撑, AI 中台为企业商业创新智能化赋能, 四大中台相辅相成, 为企业的商业创新提供强大的中台能力支撑。

表 6: YonBIP 四大中台

技术平台	YonBIP 的基础技术底座, 面向用友及平台生态提供开发、集成等 PaaS 服务。技术中台集容器云、DevOps、服务治理、Hubble(链路追踪)、分布式事务一致性、测试与运维工具为一体的综合技术支撑与管理平台。
数据中台	以数据移动、数据仓库、大数据和人工智能等数据加工处理技术为基础, 主要提供主数据管理、数据移动、画像标签、关系图谱和智能分析服务等产业标准服务。

智能中台 YonBIP 的 AI 企业大脑，基于企业大数据、领域模型、算法，由智能工场开发平台构建，赋能商业创新。其中，数字工作助手，帮助提升用户体验；RPA 机器人自动化业务流程，赋能业务，企业大脑帮助管理者智慧商业决策，实现敏经营、轻管理及智慧商业创新。

业务中台 aPaaS 平台支撑社会化商业建模，支持多租户、企业群、企业间关系、社会化主数据、统一的企业和用户身份管理、自动化商业流程，在 aPaaS 基础上构建了营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同业务中台，沉淀了各领域通用业务组件服务，支撑 YonBIP 领域 SaaS 云服务、行业云服务、以及企业服务生态伙伴的云服务创新。

数据来源：用友 BIP 白皮书，东吴证券研究所整理

(3) **生态平台支撑企业和生态合作伙伴一起快速共创、商业创新。** YonBIP 的生态服务包括低代码开发平台 YonBuilder、云市场 YonStore、开发者社区 UDN、YonBIP 的同一账号中心和客户社区等，通过提供全生命周期的 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，携手伙伴共同服务企业客户。

**YonBIP 两大核心定位分别强调连接和生态。** YonBIP 的两个核心定位分别是构建社会化商业的应用级基础设施和企业服务产业的共创共享平台。前者是指 YonBIP 为客户提供方便快捷的中台服务和社会化连接，构建产业互联网生态；后者是指汇聚客户促进生态发展、汇聚生态增值服务客户，实现用友生态平台的共创、共荣、共生。

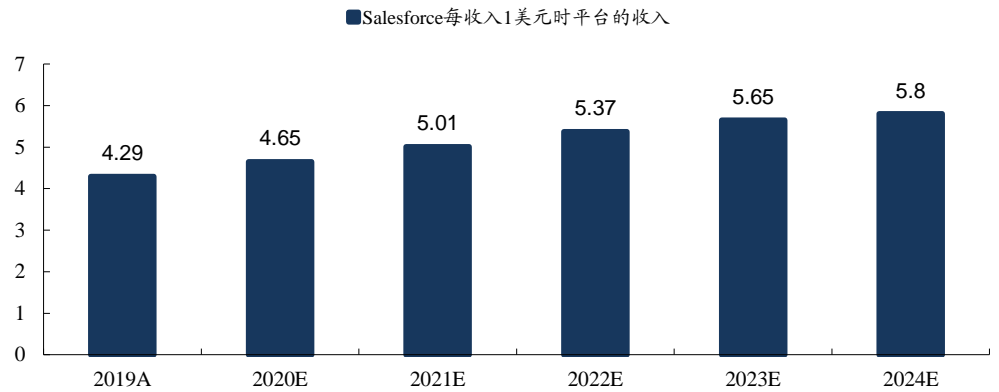
### 2.2.2. YonBIP 的商业模式包括卷入式推广和平台抽成

**卷入式推广带来客户的规模上量 and 用户粘性。** 现阶段用友推广 BIP 通过大型企业带动供应链上的企业上云的方式，即卷入式上云模式。如果一家企业的一级代理商使用分销云，它旗下的几千家加盟店都需要上到 YonBIP 上来，就实现了规模上量。以鞍钢集团为例，未来鞍钢集团将打造用友供应链服务，打造和供应商之间的一站式电子采购交易市场。鞍钢集团通过友云采对外发布招标信息，不再通过线下进行招标，上游厂商必须使用用友的产品才能进行投标，从而带动几万家供应商迅速成为用友客户。

**基于平台化的收入将会成为用友业绩的重要增量。** YonBIP 形成平台效应后，友会对大企业收取平台费，对供应链上的企业根据交易额抽取一定手续费。此外，用友云生态的商业伙伴可以在 YonBIP 平台上开发和销售软件产品，用友从中进行抽成也会带来额外的收入增量。作为全球 CRM 龙头的 Salesforce 已经建立了较为完善的生态，根据 IDC 于 2019 年发布的数据显示，salesforce 每收入 1 美元，生态平台的收入将可达到 4.29 美元，IDC 预计到 2024 年，生态平台获益将进一步提高至 5.8 美元。随着生态不断的壮大，生态平台的收入将会持续提高，这为用友未来的平台化提供了很好的发展参考。



图 13: Salesforce 每收入 1 美元, 其生态收入规模 (单位: 美元)



数据来源: IDC2019, 东吴证券研究所

**YonBIP 推广顺利, 客户数量行业领先。**YonBIP 是 IUAP+领域/行业云的融合打通, 是 PaaS+SaaS 的组合体系, 采购 IUAP 平台或者领域/行业云都会被归入 YonBIP 的客户口径。根据用友 2020 年年度报告, YonBIP 累计的客户数已经达到 4949 家, 在同业中遥遥领先, 尤其 iuap 已经有很多央企在使用。此外宝马中国、沃尔沃、美孚等国际大厂在国内业务上也纷纷放弃了 SAP 和 Oracle 选择了用友的经销商管理系统。

图 14: 2020 年报 BIP 类产品及服务客户数量

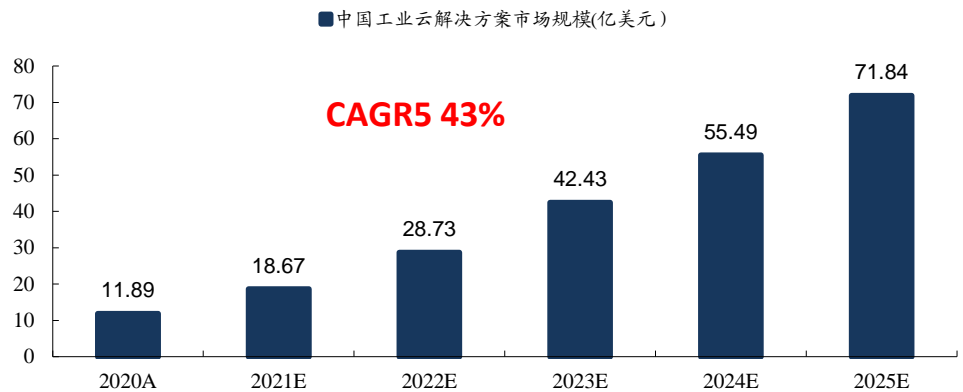


数据来源: 用友 2020 年年度报告, 东吴证券研究所

### 2.2.3. YonBIP 的工业互联网逻辑提升未来市场空间

**工业互联网市场空间较大。**根据 IDC 报告, 工业云市场分为工业云基础设施和解决方案市场。2020 年中国工业云解决方案市场规模达到 11.89 亿美元, IDC 预计 2025 年将会达到 71.84 亿美元, 2020-2025 年复合增速高达 43%。

图 15: 中国工业云解决方案市场规模(亿美元)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

用友精智工业互联网平台(又名:用友 BIP 工业云,简称:精智平台),是用友 BIP 面向工业企业的全面应用,是面向工业企业的社会化智能云平台;同时是首批国家级工业互联网平台之一,2019、2020 年连续入选工信部跨行业跨领域工业互联网平台清单。

用友作为管理软件起步的工业互联网服务商,充分运用原有业务优势,找准行业定位,制定了清晰的战略规划。区别于制造业起家的卡奥斯、三一重工和互联网起家的腾讯控股、阿里巴巴等,用友从管理信息化起步,处于连接工业和互联网的中间环节,是企业上云必不可少的枢纽。基于该优势,用友制定了“两项融合,两种模式,五大支撑”的工业互联网战略。

**(1) 两项融合:** 基于管理信息化基础,垂直打通工业互联网这条线,横向打通企业内外。垂直延伸更多针对企业内部资源管理,包括设备上云和智能制造,通过融合物联网和企业管理信息化系统,让物联网数据真正创造价值。例如,将设备数据和资产管理结合可以实现设备自动巡检,既能提高生产安全性又能降低维护成本。横向延伸更多站在企业外部连接的角度,通过和互联网龙头合作,提高产业上下游的协同效率。

**(2) 两种商业模式:** 对大型企业,用友帮助其建设私有云的工业互联网平台;对中小企业,推出政府主导的公有云中小企业套餐。中小企业套餐涵盖智能制造诊断、设备上云和安全上云三部分,包括基础应用和深度应用,其中基础应用由政府买单,有望显著提升中小企业的上云速度和上云比例。

**(3) 五大支撑:** 包括基础技术平台 IUAP 和用友自研的物联网平台的技术支撑、新道科技产教融合的人才支撑以及和中国工业互联网研究院合作的产能支撑等。

图 16: 用友网络精智工业互联网平台整体业务流程图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

用友精智工业平台切实赋能制造企业。凭借其出色的产品能力, 用友精智工业平台已经获得江铜集团、新朋联众、双良集团和鞍钢集团等多个不同行业的标杆客户。根据官网案例披露, 以新能源汽车独角兽企业开沃集团为例, 它集成了用友 U9、PLM、MES、DMS、SRM、OA 等多系统应用, 覆盖了全国二十多个区域 38 个业务组织, 数字化应用效果显著, 采购计划由 8 天提升到了 2 个小时, 生产计划编排效率提升 500%, 交货准时率提升 90%以上。

表 7: 部分标杆客户列举

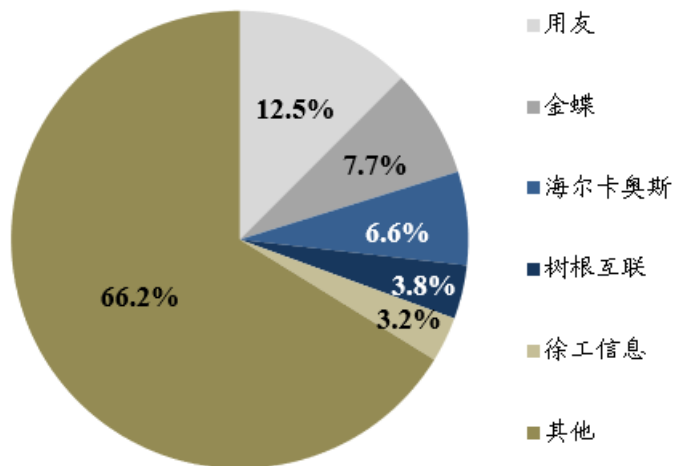
标杆客户	项目描述	精智工业平台运用效果
江铜集团	以数智化深挖工厂潜力	物资直接采购成本降低 15%, 能源利用率提高 10%
新朋联众	面向中型离散制造企业的智能化生产	人均产值提升 79.8%, 缺陷率下降 0.2%
双良集团	基于能源设备联网实现服务化转型	上线设备总数 20796 台, 上线客户总数 10324 家, 服务利润上升 1500%
鞍钢集团	基于企业互联的产业服务平台	服务 10 万余家客商, 12738 个物料组, 2825 名服务专家, 降采比例为 2.8%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

用友工业云国内市占率第一。根据 IDC 数据, 基于市场规模 2020 年下半年用友在中国工业云应用解决方案市场份额为 12.5%, 为行业第一名。截至 2021 年 7 月用友官网数据显示, 工业互联网平台所容纳企业大约为 144 万家, 其中生态伙伴总数为 6530

个，伙伴应用数量为 13060 个，连接约 130 万个设备。

图 17：2020 年下半年用友在中国工业云应用解决方案市场份额为 12.5%

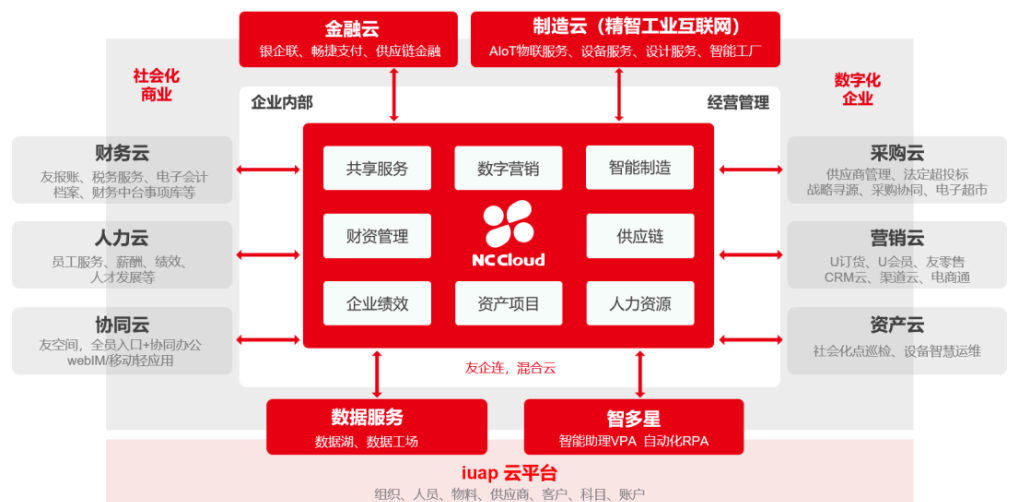


数据来源：IDC，东吴证券研究所

#### 2.2.4. NC Cloud 是全面基于云原生，面向大型企业客户的 ERP 产品

**NC Cloud 服务大型企业数智化。**NC Cloud 是企业数智化时代，面向大型企业的云 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 同时支持公有云、混合云的灵活部署，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。

图 18：NC Cloud 大型企业数字化平台



数据来源：用友网络精致画册 2021，东吴证券研究所

**云原生架构，可分可合的微服务。**用友 NC Cloud 基于用友 iuap 技术平台构建，既可以做传统部署，也可以做可分可合的云原生部署。在云原生部署模式下，不同领域的

业务根据业务属性特征，被切分成合适粒度的微服务，并且可以依据客户具体情况（如资源情况、服务使用频度、压力情况等），粒度可分可合，实现了业务应用的微服务化与快速交付。

图 19: NCC 的云原生架构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**融合互联，重塑数智转型新思维。**用友 NC Cloud 秉持连接、协同、共享的社会化商业理念，基于 Open API，构建人与人、机器与机器、人与机器、人与组织、消费者与企业，以及供应商、经销商、核心企业与消费者等不同主体、不同组织之间信息、数据的实时连接、智能共享，帮助企业重构价值网络、重塑商业生态，实现社会化资源的协同与共享。

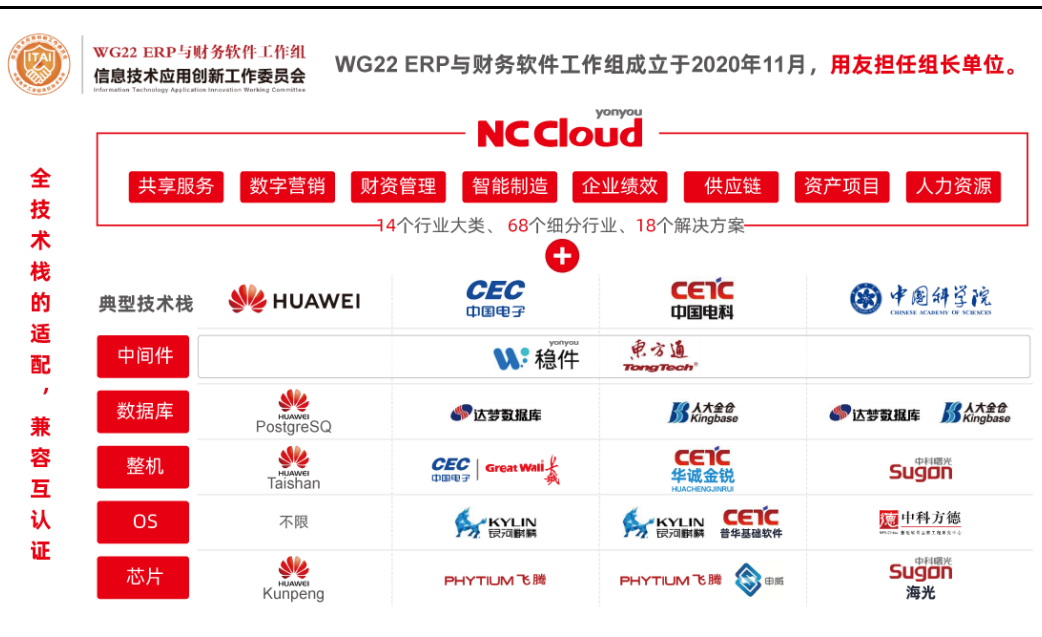
图 20: NCC 的融合互联方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

用友 NC Cloud 全方位 100%支持国产化应用。用友 NC Cloud 与华为鲲鹏体系和 中国电子 PKS 体系等国内主流的信创产品进行全栈适配。截至 2021 年 5 月，根据公 司官网披露，用友 NC Cloud 已与近 50 个国产化产品实现兼容认证，形成安全可信的数智 化解决方案。

图 21: 保障数字化转型基础设施的高可信



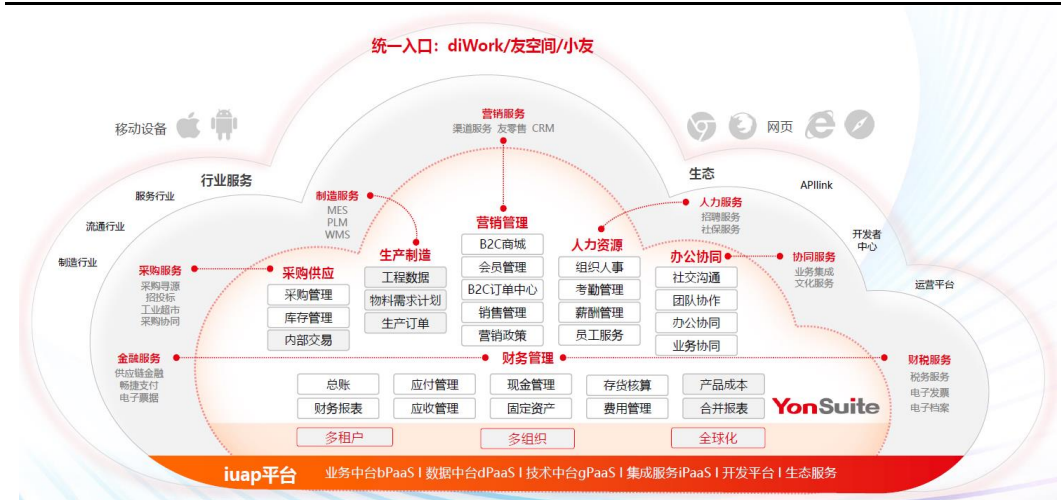
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.3. Yonsuite 与 U8/U9 Cloud 助力成长型企业的全面数字化

#### 2.3.1. Yonsuite 聚焦企业创新力，发出 SaaS 最强音

Yonsuite 是公有云部署下的“成长型企业版”YonBIP。公司面向成长型企业提供基 于 YonBIP 平台的 YonSuite 云服务包。YonSuite 以纯公有云、微服务集群形态充分满足 企业对于敏捷、灵活、随需而变的强烈需求，助力传统企业转型升级，新兴企业极速创 新，拉动公有云产业从领域级 SaaS 向全场景覆盖、技术架构领先、生态体系完整，且 支撑社会化商业的模式转变，以此带领国内公有云云服务实现质的突破。

图 22: YonSuite 成长型企业智能云 ERP



数据来源: 用友 Yonsuite 推介资料, 东吴证券研究所

**YonSuite 核心目的, 帮助企业打造数字化的在线新平台。**企业全面在线化, 意味着将组织、管理和业务全部连接, 将生产商、供应商和生态伙伴全部连接, 以此形成统一的整体, 依托同一平台打造社会化商业, 实现从内部管理到产业链协同的延伸, 从区域经营到全球市场的扩张, 从产品生产到服务运营的转变, 从线下到线上线下一体化的整合, 从支撑发展到管理赋能的转变, 最终完成全域数智化转型。

表 8: YonSuite 帮助中型企业客户实现在线化

在线交易	Yonsuite 帮助企业打通企业边界, 实现企业上下游交易协同、资源共享、数据共享、提升产业链效率, 降低交易成本
在线经营	Yonsuite 以客户为中心, 打造敏捷生产、供应实现企业跨区域、跨国间经营协作的敏捷供应链。C2M 协同产品创新, 智能制造, 高质量、低成本实现在线经营
在线管理	Yonsuite 低成本、高效率的人财务一体化的云管理解决方案, 助力企业管理数字化升级。
在线协同	Yonsuite 通过简捷和高效的方式, 实现企业人人沟通和团队协作, 实现业务协作, 组织协同, 工作协同和人人沟通
在线生态	Yonsuite 通过开放、融合、互惠的产业资源链在线的伙伴服务、数据服务、社会服务、金融服务。

数据来源: 用友 Yonsuite 推介资料, 东吴证券研究所

**技术先进性赋能成长型企业创新发展。**基于用友 iuap 平台构建的 YonSuite 具备云原生、微服务、中台化、数用分离等架构特性, 尤其是在海量高并发场景中, 由于 YonSuite 采用了高可用的云原生数据库, 让企业拥有足够的弹性处理峰值数据与业务流转。同时由数百个微服务构成的 YonSuite 构建了规模化的微服务集群, 将原本大而复杂的单体架构重组为小而精美的独立服务, 具备高扩展性和灵活性, 让成长型企业快速响应市场变化、调整业务逻辑, 显著降低在创新领域的试错成本, 做到真正的按需应变。

**全新的一体化平台模式。**YonSuite 全新的“SaaS+PaaS+生态”的一体化平台模式，为成长型企业商业创新提供三条捷径的同时，也塑造了国内公有云服务的一面旗帜。首先，通过 YonSuite 的标准服务，可以满足企业的基本需求，轻松实现“管理业务全在线”。其次，基于用友生态平台战略，众多优秀的服务商通过与 YonSuite 深度合作，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，企业可快速构建自己的专属服务。

图 23: YonSuite 平台架构



数据来源：YonSuite 企业数智化云服务解决方案，东吴证券研究所

### 2.3.2. 成长型企业云 ERP U8 Cloud 和成长型企业数智制造创新平台 U9 Cloud

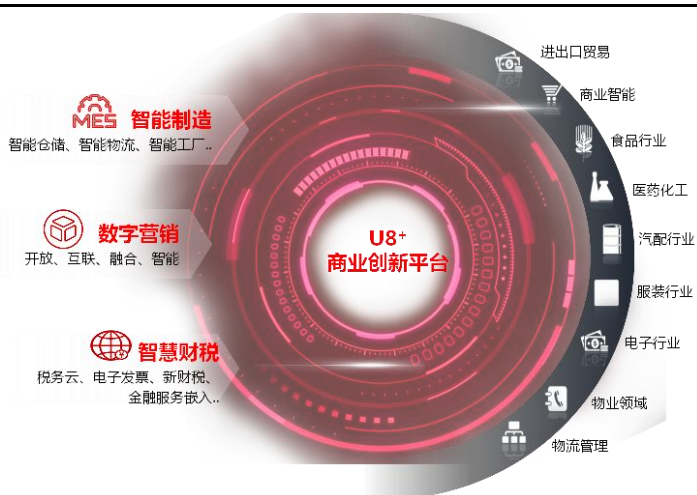
公司面向中型企业提供 U8 Cloud 云 ERP 产品、U8+ERP 套件，包括智能制造、营销、业务管控、供应链、财务核算以及人力资源等领域应用。

**U8 cloud 是用友推出的新一代云 ERP。**U8 Cloud 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。

**用友 U8+，成长型企业数智化升级平台。**用友 U8+商业创新平台聚焦智能制造、数字营销和智慧财税三大领域，以全新 UAP 为平台，应对中型及成长型企业客户群的发展，结合机械/电子/汽配/服装/医药/化工/食品/流通/物流/物业十大行业应用特点，提供的是一整套企业级数智化升级解决方案，为成长型企业构建精细管理、产业链协同、社交化运营为一体的企业互联网经营管理平台，助力企业应势而变。



图 24: 用友网络 U8+商业创新平台产品介绍图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**新一代成长型企业数智制造创新平台 U9 cloud。**U9 cloud 作为精智工业互联网平台的重要组成部分，全面运用移动互联网、大数据、物联网、人工智能等最新技术，融合 PLM、智能工厂、AIoT、制造云、营销云、采购云、财务云等服务，构建互联互通的智能制造体系，全面服务企业上云，实现云端一体化、经营国际化、运营敏捷化、生产智能化、管控精细化。U9 cloud 提供强大的智能化生产能力，包括智能排程与调度、智能物流驱动、智能质量判定、智能设备监控、智能决策分析等，为成长型企业打造一站式数智化升级方案，重塑企业数智化核心竞争力。

**用友 U9 cloud 更加开放。**为了更好的服务制造企业上云，服务企业数智化转型，用友联合国内外优势行业厂家，发起成立了中国智能制造创新实践联盟以便联合各行业领域国内外领先企业，优势互补，融合发展，形成软硬一体化的解决方案，服务于中国制造业企业智能化升级。

图 25: U9cloud 合作伙伴



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.4. 畅捷通与 T+Cloud 满足小微企业财税基本需求

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信息技术股份有限公司提供。畅捷通公司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。

图 26: 畅捷通 SaaS 服务板块及主要产品类型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

### 2.4.1. 内部的数智财税满足小微企业核心需求

**好会计—智能云财务助力会计转型。**好会计是一款面向小微企业的专业云财务SAAS应用，具有发票自动采集、票据智能识别、智能记账、智能结账、税表生成、一键申报等功能，帮助财务人员管理财务内容，高效、智能提升小微企业财务管理水平。

图 27: 好会计功能界面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

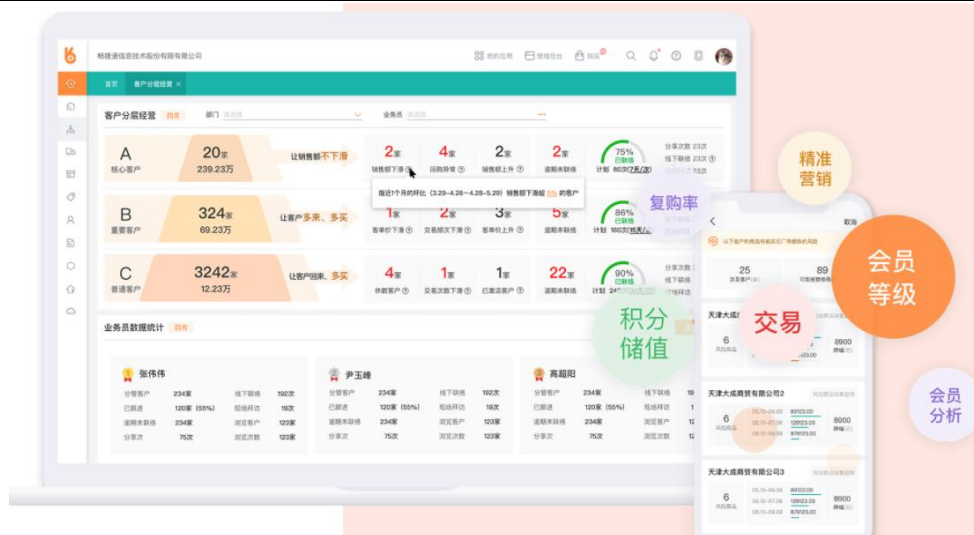
**易代账：智能财税服务平台。**与针对企业内财物管理的好会计不同，易代账是专门为代账会计和代账公司设计的智能财税平台，集管理、记账、报税于一体。易代账包含智能票据、一键报税、工商年报自动生成、员工动态监管平台标准客户经营体系、智能记账等功能，帮助代账企业提升代记账速度，降低代账成本，提高效益。

#### 2.4.2. 外部的数智商业顺应新零售时代浪潮

畅捷通通过智+、T+Cloud、好生意等数智商业产品，为小微企业提供新商贸、新零售市场经营能力。

**好生意销售型进销存：**畅捷通好生意是致力于为微型商贸企业找生意、做生意、管生意的一体化 SaaS 产品，从而帮助小微企业轻松管理商品及库存，开启线上卖货新渠道，并实现线上线下一体化。好生意可以为客户搭建小程序商城、提供全场景移动应用，并且通过数据分析，进行客户及商品的分层化营销，包含分销、裂变、直播带货等多营销方式。

图 28：好生意功能界面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**T+Cloud 助力小微企业实现新零售模式下的一体化：**现阶段随着新零售模式的推广，企业需要对传统营销模式进行改良和创新，线上线下与物流的结合，以实现商品与物流渠道整合；地域限制被打破，市场逐渐拓宽，产品销售不仅覆盖全国甚至可能有跨国业务。T+Cloud 是畅捷通推出的面向商贸、工贸类小微企业推出的“人、财、货、客”

的一体化 SaaS 产品，可以帮助企业实现从订单确认到后台库存的无缝对接，实现库存、销售数据等一体化管理。

图 29: 畅捷通 T+Cloud 新零售模式界面图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**畅捷通产品力领先市场。**根据易观分析发布的《中小型微企业云服务市场专题分析 2020》报告，基于市场规模畅捷通好会计在云财务、T+Cloud 在云 ERP 市场覆盖率均为第一；同时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。在各类数字大会上畅捷通荣获「2020 年度中小微企业 SaaS 云服务最具影响力品牌」等诸多奖项。

### 3. 用友精准分层的客户发展战略与领先的平台化战略

#### 3.1. 大客户战略：“有求必应”

##### 3.1.1. 用友在大型客户领域优势明显

**用友在大企业客户领域积累深厚。**基于销售额用友在高端市场中市占率国内厂商第二，根据 2020 年三季报披露，用友 2020 年成功签约了国家电网、中国海油、贵州茅台、国家开发银行、大疆创新等一批大型综合性集团企业和标杆客户。根据 2020 年年度报告，YonBIP 的客户数量已达到 4949 家，NC Cloud 的客户数量达到 876 家，在央企客户中应用广泛，客户数量在同业里遥遥领先。大客户主导的客户结构间接降低了用友的公有云占比，但反而体现了用友的大客户竞争优势。

图 30：2020 年 NCC 产品及服务收入与客户数量（单位：亿元，家）



数据来源：2020 年用友年度报告，东吴证券研究所

**大型客户的商业壁垒极高。**大型客户需要云厂商做到上至行业洞察和企业战略理解，中至业务咨询规划，下至技术与产品支撑落地，还要求具备持续运营能力和极富经验的项目交付能力。云厂商进军大型企业客户市场时，应该具备全面的能力，才可以持续运营客户获取收益。用友在大客户领域有足够长的时间和项目支撑其积累出相应的 know-how，从而建立起自己的商业壁垒。

**华为在核心领域采用 YonBIP，意义深远。**用友在 2020 年报中首次披露与华为合作，ERP 是数智化转型企业的核心和基础，华为选择用友，体现了对 YonBIP 在其领域的产品能力和持续创新的信任，具有标杆效应。华为正在多个领域与用友合作创新 YonBIP 应用。

**国产大潮山雨欲来，高端市场更进一步。**公司不断提升自主创新水平，成为中国电子工业标准化技术协会信息技术应用创新工作委员会 ERP 与财务工作组组长单位，既代表了技术实力，也体现了官方的信任。用友已携手生态伙伴打造国产化全栈联合解决方案，在国产化发展过程中牢牢把握行业话语权。

### 3.1.2. 用友全方位满足大客户需求，保持收入高速增长

**用友针对大型企业客户“有求必应”，率先抢占高端 ERP 国产替代市场。**大型企业客户价值高、市场空间大，是国内云计算市场的主要阵地。这类客户更倾向于使用混合云部署的 ERP 产品，因此用友并不刻意强调为客户提供的产品形态，把选择权完全交给客户。在部署模式上，用友 YonBIP 和 NC Cloud 都支持混合云；付费模式上，客户既可

以选择买断制，也可以选择订阅制；产品交付上，用友既提供标准化的产品，也具备成熟的开发实施团队为客户实现产品的定制化。因为 ERP 产品本身属于重应用，用户粘性很强，因此率先抢占大型企业市场具有重要意义。

**依托生态伙伴交付大型企业的个性化需求。**在产品方面，为了满足大型客户定制化需求，用友利用 YonBIP 平台进行社会化 IT 资源的整合，与生态伙伴共同完成高质量的解决方案。随着用友平台化战略的逐渐推进，用友会更加专注于平台本身，向客户提供若干行业、领域的标准化应用；余下的个性化部分，包括实施交付、二次开发这些项目性收入将交由生态伙伴利用用友的生态平台来完成。

图 31：“用友+ISV 生态”一体化



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**大型企业客户高认可，与客户价值实现双赢。**根据 2021 年一季度用友公开调研所知，2020 年大型企业客户的续费率为 98%，截止到 2021 年一季度续费率保持在 95% 的高位，体现了大型企业客户对于用友产品的高认可度。随着用友客户成功体系的不断推进发展，大客户的续费率有望继续提升。

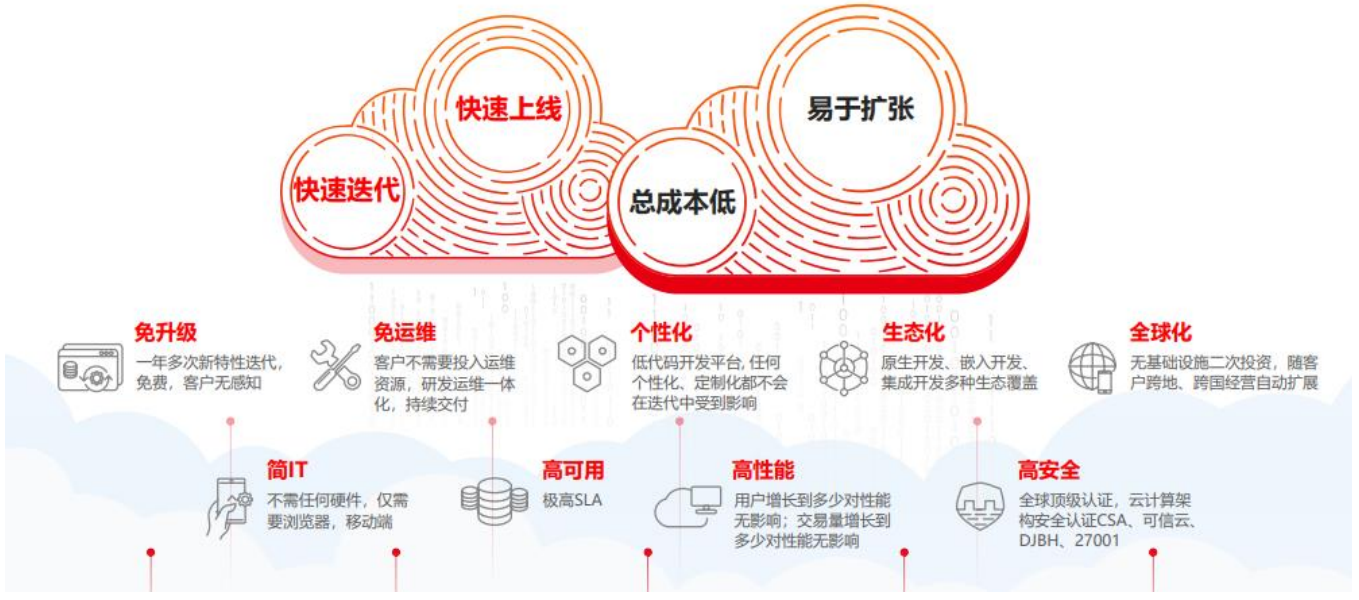
### 3.2. 中型客户战略：“强者归来”

**中型企业关注高成长，更加敢于尝试创新。**中型企业关注快速发展成长，外部追求新商业模式，组织跨地域、跨国经营，内部管理追求规范，降本增效；但是自身 IT 技术能力薄弱，要求全面的一体化解决方案，倾向云模式降低 IT 成本；中型企业价格敏感，希望 1 周-3 月内快速交付上线，具备行业性和个性化配置要求。中型客户相对大型客户敢于尝试新技术新应用，相对小型客户有更好的付费能力和应用的规模化。

**完整、全面、先进的云技术以及微服务架构。**YonSuite 采用云原生架构，充分利用了微服务、DevOps、容器化等云服务的技术优点，实现企业应用永远在线、快速上线、快速支持业务，企业无需投入硬件及运维资源，并且永远都在使用最新版本。用友 YonSuite 不仅带来“简 IT”的便捷，更为商业创新带来更加灵活、丰富的发展空间：云服

务高性能的优势，使得用户和交易量的增长对性能均无影响；企业的个性化需求可以由低代码开发平台快速实现；通过原生开发、嵌入开发、集成开发，YonSuite 实现多种生态覆盖，满足企业多样化定制需求。

图 32: YonSuite 基于云原生架构全新设计



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

**Yonsuite 以公有云形式推广。**YonSuite 是纯公有云服务，利用云原生架构的 SaaS 模式，即开即通，快速部署，支持 PC 和移动同时在线使用，系统无需维护，无需软硬件部署及费用，大大降低了企业上云成本。YonSuite 是面向成长型企业公有云服务最核心的代表，凭借专业且庞大的公有云服务集群，为成长型企业提供“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”等通用型应用，支撑社会化商业的构建，支持企业管理业务全在线。

**创新密码 532，YonSuite 打造“SaaS+PaaS+生态”新模式。**成长型企业需要实时应变、快速发展，于是用友针对性的推出了 Yonsuite 的“532 原则”，即 50%基础 SaaS 服务、30%成熟生态融合产品接入，以及 20%企业自身低代码开发。“532 原则”是“SaaS+PaaS+生态”的平台一体化服务模式的最佳体现。

(1) 50%的基础 SaaS 服务代表了 YonSuite 提供的“管理业务全在线”的标准化商业创新，如财税在线、营销在线、采购在线、协同在线等。

(2) 30%的扩展应用是基于 YonSuite 提供的 APILink，与成熟生态产品深度融合，形成“用友+生态”的完整商业创新集群。

(3) 20%的企业自身低代码开发是借助用友的 PaaS 能力，实现 20%企业自身的个性化创新需求，并且随时开发的产品可以跟着主产品服务升级，无缝衔接，数用分离，解决了企业使用传统软件二开时不能与系统同步升级的痛点。

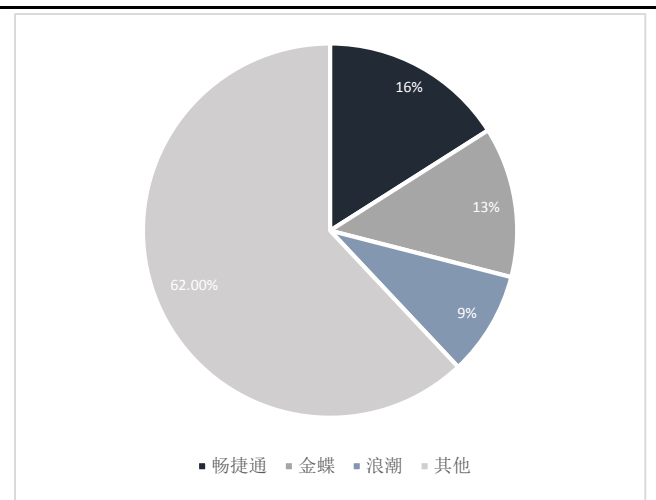
**Yonsuite 和 U9C 快速崛起。**根据用友 Yonsuite 营销指南披露所得，企业数占 95% 以上的成长型企业是借力云计算进行数字化转型的主力军。YonSuite 从 2021 年开始快速发力，用友预计 2021 年每月有 200 家以上的增长；U9C 主打中型细分客户市场，针对付费能力最强的中型离散制造业客户，如机械、电子、汽配等行业，用友在该领域一直具备竞争力。U9C 为更加充分满足用户需求，也做出诸多创新与改进，前端界面更加友好、强化精细化管理方面的优势，从 2021 年 5 月份推出以来一直保持高速增长。

**软件时代用户快速转云，驱动成长。**根据用友统计，在传统软件时代用友已经有超过 30 万家的中型企业客户群体，数量为全国最多。在云化的浪潮中，公司积极采取“平台发展、行业深耕、云端融合”的策略，在 YonSuite 及 U8C/U9C 的协助下，积极帮助成长型企业转云。随着大批量的中型企业由传统软件转云，用友中型企业客户的云服务体量有望快速提升，实现“弯道超车”。

### 3.3. 小微客户战略：“乘胜追击”

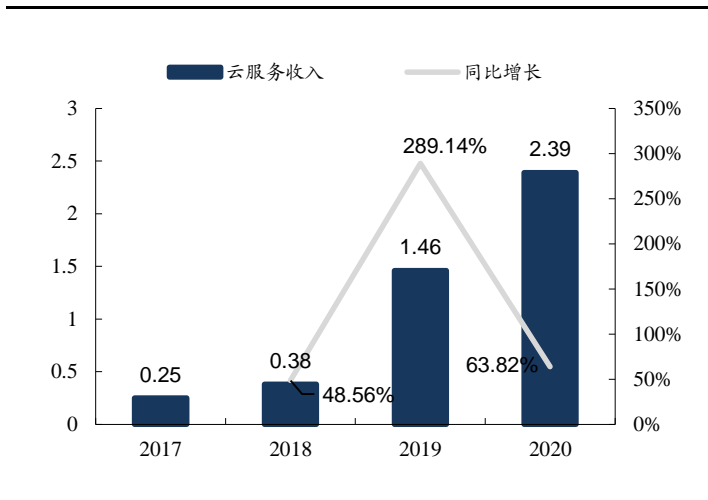
**用友在中国小微企业云服务市场中处于优势明显。**根据易观发布的《中国小微企业云服务市场专题分析 2020 报告》，基于市场规模用友畅捷通好会计在小微企业云财务市场中的覆盖率为第一，其云 ERP 产品 T+Cloud 在小型企业云 ERP 市场的覆盖率也为第一；结合云进销存等，用友畅捷通在小微企业云市场中的市占率位居榜首，达到了 16%，超过了金蝶的 13%和浪潮的 9%。2020 年用友畅捷通云服务的收入增速高达 63.82%。

图 33: 2020 年小微企业云市场市占率



数据来源：易观分析，东吴证券研究所

图 34: 畅捷通云服务收入及增速（单位：亿，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

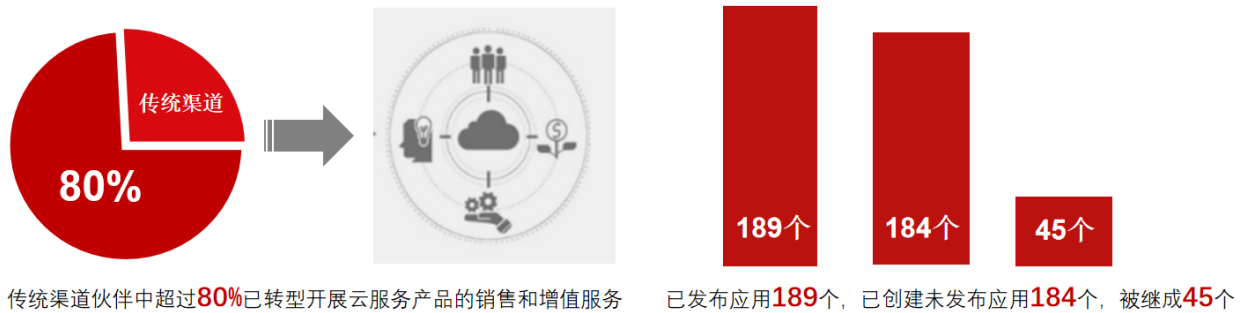
**坚决推行公有云收入增长策略。**畅捷通主动且激进地压缩其非公有云业务，强化其订阅收入的高速增长。根据 2021 第一季度披露，用友小微企业云服务业务实现收入 8,788 万元，同比增长 177.5%。

**追求低获客成本，拓宽泛获客渠道。**用友签约美团、电信、移动、联通等优质生态伙伴，使其向小微企业推荐用友产品，利用生态链接实现小微企业大面积覆盖，带来订阅性收入增长的同时降低获客成本。2020 年畅捷通营销网络遍布全国，生态建设成效初



显，2020 年年报披露，畅捷通的渠道伙伴已经超过 2000 家，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。

图 35: 畅捷通渠道伙伴与生态平台建设成果



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

#### 4. 用友的抱负，领先的平台化和生态化战略

YonBIP 正在通过平台化和生态化的理念建立起差异化的竞争优势。

##### 4.1. “平台+生态”让商业创新更加高效便捷，降低边际成本

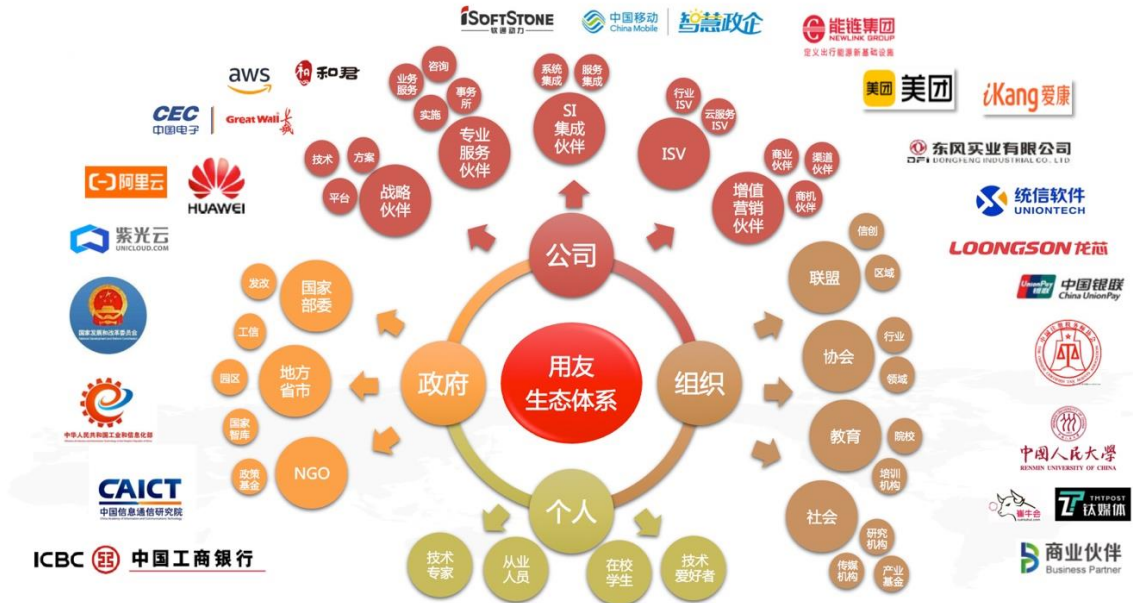
**产业互联网平台是 BIP 的终极形态。**在数字经济时代，企业千人千面的个性化需求特点更加突出，传统标准功能的软件和通用方案已经无法满足企业的多样化需求。“平台”+“生态”突显优势，更加符合企业未来的发展需求，为企业在数字化转型中不断增强创新能力。BIP 的终极形态是社会化的产业互联网平台，利用新一代数字化和智能化技术，重构企业发展力的平台型、生态化多元服务体。

**YonBIP 完全基于平台化的思维设计。**用友商业创新平台面向各个类型的企业、公共组织提供跨行业、跨领域的平台化服务，通过业务中台、技术中台、数据中台、智能中台的中台能力，赋能企业、加速创新；同时 YonBIP 通过与龙头企业共创产业互联网平台，帮助企业聚合产业链上下游，共同形成本行业、区域甚至完全社会级的产业生态，转型为平台化企业。

**YonBIP 是一个共生、共建、共荣的开放式生态平台。**YonBIP 通过低代码开发平台，伙伴可快速构建业务应用，快速接入用友云业务中台，给客户提供更完整及个性化的解决方案。并为生态 ISV 提供覆盖设计、开发、集成、测试、部署、运行、运维的全生命周期服务，大幅提升开发者团队的产品研发效率和产品质量。YonBIP 面向生态提供了应用市场、API 交易市场、开发者社区 UDN 等一系列生态服务。广泛的生态伙伴可以入驻云市场，把自有服务 APP 和商用 API 上架到云市场和 APILink，进行销售推广、在

线交易。

图 36: 用友生态伙伴定位



数据来源：2021 用友生态白皮书，东吴证券研究所

**YonBIP 携手生态伙伴形成企业服务领域最具价值的生态体系。**针对商业创新平台 YonBIP，用友提出了三大生态合作模式，即**共创、集成和被集成**，旨在通过全方位开放态度，构建更加完整的生态体系，打破原有的组织边界，将产业边界从企业层面扩展至社会层面，从而促进生态伙伴优秀成果的孵化和营销变现。服务企业 30 余年的用友，拥有数百万客户群体，客户之间已形成了路径清晰的上下游产业链。在 YonBIP 平台上，用友生态伙伴若能将自身沉淀的行业经验开发出来，形成适合所在行业的应用，进行行业领域的推广，会带来非常大的想象空间。

表 9: 三大生态合作模式

共创	生态合作伙伴的成熟产品+用友拳头产品=一体化解决方案；“共创模式”是与用友合作更为紧密，产品整合更为深入的合作模式，实现服务数据融合，用户体系融合，业务场景和业务流程融合等，以一体化应用方案的形式，满足企业细分业务场景需求，并通过拥有庞大的经营网络推广销售。
集成	“集成模式”是与用友合作较为紧密地模式，其产品由用友在各领域领先的生态伙伴中精心甄选，作为生态能力，以补充拥有的自由产品线集成模式，产品的质量有着更为严格的要求，须达到拥有产品体系内 OEM 产品标准方可上市，其产品由用友贴牌，地位，同于用友自有云服务产品。
被集成	“被集成模式”即是将用友成熟的企业服务产品集成到生态合作伙伴的平台当中，或 YonBIP 集成至生态伙伴合作的私有云\专属云或公有云当中。

数据来源：2021 用友生态白皮书，东吴证券研究所整理

**外包、分签实施和客开业务，推动产品化标准化。**2021年，公司顺应产业发展趋势，变革实施和客户化开发业务发展模式，更大规模开展与专业水平高、服务质量好的咨询实施等专业服务伙伴的合作。为此将会分签、外包实施、客开业务，计划全年将达到20%，同时也将转移部分实施客开人员，公司自身实施客开人员也有相应下降。公司有计划推动实施的第三方化升级，是公司生态战略的重要一环，这将进一步提升公司产品化能力和盈利能力，同时部分实施业务由渠道伙伴或者第三方实施伙伴承接，在云化趋势下合作方也可以获得持续收入增长，提升生态伙伴积极性，而实施与产品的分离，实施获得独立定价，也有利于进一步壮大生态圈数量和体量。

**生态建设卓有成效，体现先发与战略优势。**继用友发布融合生态战略以来，无论在生态体系建设的数量还是质量方面均获得长足的发展，取得丰硕成果。根据用友2021一季报披露，截至2021年3月，用友在软件业务的商业伙伴有805家，在云服务的商业伙伴有497家，YonStore入驻伙伴已超过8200家，上架产品及服务超过12000个，发布/上市80余款云生态融合型产品，涵盖营销服务、平台基础服务及工具、工业互联网及新零售、大数据工具及服务、业务服务、供应链及物流、行业服务多个领域，并成功推出了9款优选产品和12款云OEM产品。

图 37: 用友生态伙伴



数据来源：用友2020年度报告，东吴证券研究所

**YonBIP通过平台聚拢形成企业服务的一个大生态。**YonBIP基于统一的技术平台和以中台架构为核心的思想构建，平台开发过程中将业务提炼成公共组件并沉淀到业务中台、数据中台，开放给企业服务生态伙伴使用；生态伙伴可以基于低代码开发平台和连接集成平台，快速实现商业应用创新，大幅提升SaaS开发效率。

用友商业创新平台YonBIP基于以平台化服务、生态化发展为核心理念，制定了服务超过千万家的企业客户、汇聚超过十万的企业服务的生态伙伴、连接超过亿人的社群，实现千亿营收的发展目标，体现出用友服务于企业商业创新的战略级考量和坚定决心。

#### 4.2. 平台型服务模式将持续提高用友盈利质量

软件商的服务模式可以分为项目型、产品型和平台型。

**项目型模式**，项目之间彼此独立的，复杂性高周期长、标准化程度低、需要投入大量人力，客单价较高；

**产品型模式**，经过长时间的项目积累，将企业共性需求提取做成标准化产品，按订阅制收费。产品标准化和公有云的特点可以最大程度降低开发、交付难度，一般具有高毛利。但是标准化的产品并不能满足大企业的需求，所以订阅性收入一般聚集在中小企业工具类、业务类等轻量级应用场景；

**平台型模式**，一般拥有或者汇聚了大量资源的企业会采用这种方式，在面对大量客户时，通过平台搭建客户与其他企业服务商之间的连接，通过撮合交易来获得佣金收益。

表 10: 此三种收入模式比较

	特点	优点	缺点
项目型模式	项目之间彼此独立、高复杂性、项目周期一般较长	高客单价	标准化程度低、高成本、低毛利
产品型模式	标准化程度高、一般聚集在中小企业工具类、业务类等轻量级应用	低成本、高毛利	难以满足大型企业需求
平台型模式	撮合交易，获取佣金	规模化、自动化、拓展平台对长尾功能的覆盖面	需要思考如何有效进行生态建设

数据来源：东吴证券研究所整理

用友通过生态伙伴实现规模化、自动化交付，降低边际成本。用友通过生态战略，采用标准化产品+生态产品+实施+客户化开发的发展模式，以标准化产品（云 ERP、IUAP 平台、行业云、领域云）为基础，融合优质生态伙伴的产品，在此基础上通过实施和客户化开发，共同实现产品交付。同时用友也提供技术开发平台和低代码开发平台，支持客户和全体生态伙伴在上面灵活实现轻应用自主开发。

**Salesforce 的生态战略值得借鉴。**2005-2010 年间 Salesforce 加大大型客户开发力度，发布了 AppExchange 平台，第三方可以通过此平台开发自己的应用，并将其卖给 Salesforce 用户社区中其他的成员。Salesforce 的 Force.com 随后于 2008 年发布，是世界上第一个 PaaS 产品，其基于社交网络数据，并延伸至不同移动终端，允许开发者创建多租户应用，满足 IT 部门和独立软件商研发自己的应用。Salesforce 让第三方开发者来承担试错风险，拓展平台对长尾功能的覆盖面。若特定应用能辐射的客群足够广，对拿下订单有显著帮助，Salesforce 则可以将其收购，整合到自己的主产品中。

表 11: Salesforce 收费方式

客户	收费方式 (最早)
不使用 Salesforce 主产品的客户	每人每月\$25
已经使用 Salesforce 主产品的客户	不做单独变现
生态伙伴	收费方式 (2020 年)
小型第三方应用开发商	收费额的 10-25%
大型 ISV	固定 OEM 月费

数据来源: 2021 用友生态白皮书, 东吴证券研究所整理

**用友的收入质量将持续提升。**未来用友的收入将由平台型收入+订阅型收入两部分构成。其中, 订阅型收入主要来自中小型企业客户采购如云 ERP、领域云等标准化产品; 平台型收入则是指佣金收入, 即大企业释放个性化开发需求, 由生态伙伴承接开发需求, 用友通过撮合大型企业与生态伙伴交易的完成获得收入分成。未来随着用友生态的完善, 佣金收入有望逐步增加, 从而不断提升用友的收入规模和收入质量。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

#### 核心假设:

#### 收入假设:

**云服务收入 (不含金融业):** 国内 ERP 行业迎来数字化和国产化市场机遇, 云服务收入有望持续高速增长, 我们预计用友云服务 (不含金融业) 2021-2023 年收入增速分别为 80%/60%/50%。

**软件业务:** 考虑到企业上云是大势所趋, 传统软件业务收入将持续下滑, 我们预计传统软件业务 2021-2023 年收入增速分别为 -20%/-25%/-30%。

**金融业务:** 考虑到公司已完全剥离其金融业务, 我们预计金融业务 2021-2023 年收入增速分别为 -70%/-100%/0%。

**其他业务:** 其中包括互联网保险经纪、社会服务、教育业务等, 我们预计 2021-2023 年该业务收入保持稳定, 无明显增长。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 97.50 亿元、123.37 亿元和 165.37 亿元, 同比增长 14.38%、26.52%和 34.05%。

表 12: 用友网络收入预测

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8524.59	9750.47	12336.57	16537.09
增长率	0.18%	14.38%	26.52%	34.05%

云服务	3422.49	6160.47	9856.76	14785.14
增长率	73.71%	80.00%	60.00%	50.00%
传统软件	4043.68	3234.94	2426.21	1698.35
增长率	-22.16%	-20.00%	-25.00%	-30.00%
金融	1004.82	301.45	0.00	0.00
增长率	-22.26%	-70.00%	-100.00%	0%
其他业务	53.60	53.60	53.60	53.60
增长率	3.36%	0%	0%	0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 毛利率假设：

云服务收入（不含金融业）：因为大型企业上云是公司收入的主要增长点，且偏好混合云的部署模式，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 79.6%/78%/78%。

软件业务：随着软件业务逐渐偏向运维和更新，我们预计 2021-2023 年毛利率逐渐下降，分别为 45%/43%/40%。

表 13：用友各产品毛利率及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
总毛利率	61.00%	65.90%	71.10%	74.10%
云服务	81.60%	79.60%	78.00%	78.00%
传统软件	53.90%	45.00%	43.00%	40.00%
金融	19.00%	10.00%	n.a	n.a
其他业务	76.10%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 费用率假设：

营业费用：考虑到用友对经销商激励模式的改变，同时招募了较多高端销售人才，我们预计用友营业费用率会有明显提升，预计用友的营业费用率 2021-2023 年分别为 25%/25%/25%。

管理费用：用友已经基本上摆脱了疫情影响，管理费用率恢复到正常水平，我们预计用友的管理费用率 2021-2023 年分别为 17%/17%/17%。

研发费用：2021 年公司将会招募更多研发人员投入到 YonBIP 的研发工作中，因此研发费用提升明显，且根据用友的定增公告后续会继续加大研发投入，我们预计用友的研发费用率 2021-2023 年分别为 21%/22%/23%。

表 14: 用友各项费用率及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业费用率	18.02%	25.00%	25.00%	25.00%
管理费用率	11.26%	17.00%	17.00%	17.00%
财务费用率	1.58%	1.34%	1.42%	1.39%
研发费用率	17.11%	21.00%	22.00%	23.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5.2. 估值

我们推导出一般公式:  $PS = PEG \times Gs \times NMt \times 100$  ( $Gs$  为公司未来三年收入复合增速,  $NMt$  为公司远期净利率) 作为对选取 PS 估值倍数的重要参考。根据公式  $PS = PEG \times Gs \times NMt \times 100$ , 在一般  $PEG > 1$  的情况下, PS 的值亦可以用公司收入增速和远期稳态净利率求得。(具体内容可以参考 2021 年 6 月 16 日东吴证券计算机团队行业报告《云计算公司 PS 估值研究: 收入增速为锚, PSG 分布收敛》)

表 15: 美股云计算净利率

证券代码	证券名称	2018	2019	2020	近三年均值
AZPN.O	艾斯本科技	29.77%	43.91%	38.36%	41.14%
VMW.N	威睿	7.20%	26.99%	58.79%	42.89%
ADBE.O	奥多比	28.69%	26.42%	40.88%	33.65%
MSFT.O	微软	15.02%	31.18%	30.96%	31.07%
ORCL.N	甲骨文	9.60%	28.05%	25.94%	27.00%
行业可比公司净利率均值		18.05%	31.31%	38.99%	35.15%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计随着用友转云后, 其费用率将逐步降低, 以及后续用友会逐渐剥离低端实施业务, 且海外云计算公司销售净利率均为 30% 上下浮动, 因此预估用友云业务远期稳态净利率达到 30%。基于上云后业务快速扩张, 预计 2021-2025 年用友网络“云+软件”业务收入增速中枢维持在 35% 左右, 根据上述公式, 我们给予“云+软件”公司 10 倍 PS 估值, 到 2025 年达到 300 亿元收入水平, 2025 年公司对应市值为 3000 亿元, 按年化 10% 折现得到 2021 年市值为 2049 亿元, 对应整体收入 21 倍 PS。

参照可比公司, 用友估值仍然处在计算机白马标的较低估值水平。

表 16: 云计算可比估值

股票代码	股票名称	当前市值 (亿元)	营收预测 (亿元)			对应估值			
			2021E	2022E	2023E	2021PS	2022PS	2023PS	PS-TTM
0268.HK	金蝶国际	888.41	42.01	52.95	67.27	21.15	16.78	13.21	21.8022
0909.HK	明源云	575.81	23.82	33.28	46.92	24.18	17.30	12.27	30.9219

002410.SZ	广联达	787.14	49.38	61.21	76.31	15.94	12.86	10.32	18.59
688083.SH	中望软件	379.80	6.82	10.12	14.72	55.66	37.55	25.80	78.26
688111.SH	金山办公	1,618.11	34.73	48.44	66.32	46.59	33.40	24.40	60.78
可比公司估值均值									42.07
可比公司估值中位数									30.92
<b>600588.SH</b>	<b>用友网络</b>	<b>1,353.67</b>	97.5	123.4	165.4	13.88	10.97	8.19	15.65

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理，统计日期截至 2021 年 8 月 4 日

注：营收预测中，广联达、金山办公和用友网络为东吴证券研究所预测，其余均为 wind 一致预测。

金蝶国际、明源云市值以及营收预测统计口径均为港币。

**投资建议：**考虑到公司 2021 年对金融业务进行了剥离，并大幅招聘研发和销售人  
员，我们将 2021-2023 年收入预测从 100.14 亿元/134.02 亿元/181.75 亿元下调至 97.50  
亿元/123.37 亿元/165.37 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PS 分别为 14/11/8 倍。用友  
产品矩阵丰富、客户战略清晰，大型企业客户优势明显，长期的 know-how 积累已形成  
核心竞争力，我们看好 YonBIP 平台承载用友“平台”+“生态”战略的发展和表现，用友收  
入规模和质量将会持续提升，我们预计 2021 年目标市值 2049 亿元，目标价 62.65 元，  
维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

**企业上云进度相关政策不及预期：**政策不及预期将会影响大型企业尤其是央国企的  
数字化转型进度；

**各类型企业 IT 预算不及预期：**IT 预算将会影响软件供应商项目进度；

**市场竞争加剧：**云计算作为新兴市场，竞争激烈，大型项目订单可能不及预期；

**信创产业发展进度不及预期：**受国际形势、政府预算等因素影响，信创产业发展进  
度如果不及预期，可能影响央国企对 ERP 系统的替换节奏。



## 用友网络三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,773</b>	<b>8,984</b>	<b>6,962</b>	<b>7,897</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,525</b>	<b>9,750</b>	<b>12,337</b>	<b>16,537</b>
现金	5,605	5,455	2,674	2,498	减:营业成本	3,321	3,323	3,568	4,288
应收账款	1,152	1,740	1,913	2,983	营业税金及附加	99	132	162	213
存货	423	23	456	120	营业费用	1,537	2,438	3,084	4,134
其他流动资产	1,593	1,766	1,919	2,296	管理费用	959	1,658	2,097	2,811
<b>非流动资产</b>	<b>8,177</b>	<b>9,010</b>	<b>10,253</b>	<b>11,917</b>	研发费用	1,459	2,048	2,714	3,804
长期股权投资	2,473	3,184	3,904	4,625	财务费用	110	108	197	297
固定资产	2,432	2,702	3,356	4,426	资产减值损失	47	0	0	0
在建工程	75	107	154	223	加:投资净收益	75	49	57	58
无形资产	1,061	898	720	524	其他收益	275	353	345	336
其他非流动资产	2,136	2,119	2,119	2,119	资产处置收益	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>16,950</b>	<b>17,994</b>	<b>17,215</b>	<b>19,813</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,121</b>	<b>447</b>	<b>917</b>	<b>1,385</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,950</b>	<b>9,227</b>	<b>8,283</b>	<b>10,336</b>	加:营业外净收支	6	5	4	4
短期借款	2,375	2,375	2,375	2,375	<b>利润总额</b>	<b>1,126</b>	<b>452</b>	<b>922</b>	<b>1,388</b>
应付账款	549	598	633	847	减:所得税费用	75	35	65	100
其他流动负债	5,026	6,253	5,274	7,114	少数股东损益	63	31	60	92
<b>非流动负债</b>	<b>453</b>	<b>456</b>	<b>469</b>	<b>482</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>989</b>	<b>386</b>	<b>797</b>	<b>1,196</b>
长期借款	0	4	16	29	EBIT	1,102	430	944	1,455
其他非流动负债	453	453	453	453	EBITDA	1,459	807	1,347	1,922
<b>负债合计</b>	<b>8,403</b>	<b>9,683</b>	<b>8,751</b>	<b>10,818</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1,004	1,036	1,095	1,187	每股收益(元)	0.30	0.12	0.24	0.37
归属母公司股东权益	7,543	7,275	7,369	7,809	每股净资产(元)	2.31	2.22	2.25	2.39
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,950</b>	<b>17,994</b>	<b>17,215</b>	<b>19,813</b>	发行在外股份(百万股)	3270	3271	3271	3271
					ROIC(%)	103.6%	323.3%	38.3%	61.2%
					ROE(%)	12.3%	5.0%	10.1%	14.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	61.0%	65.9%	71.1%	74.1%
经营活动现金流	1,613	1,813	-307	2,931	销售净利率(%)	11.6%	4.0%	6.5%	7.2%
投资活动现金流	-894	-1,160	-1,589	-2,072	资产负债率(%)	49.6%	53.8%	50.8%	54.6%
筹资活动现金流	-2,315	-803	-885	-1,036	收入增长率(%)	0.2%	14.4%	26.5%	34.0%
现金净增加额	-1,602	-150	-2,781	-176	净利润增长率(%)	-20.4%	-60.3%	105.3%	50.4%
折旧和摊销	357	377	404	467	P/E	136.94	350.65	169.92	113.19
资本开支	592	121	523	943	P/B	15.15	15.71	15.51	14.64
营运资本变动	-73	959	-1,706	938	EV/EBITDA	77.00	139.28	85.58	60.14

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>