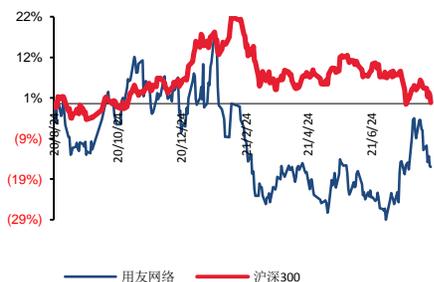


信息技术 软件与服务

云业务为根基，绽放数智化之花

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 3,271/3,251 |
| 总市值/流通(百万元) | 117,903/117,202 |
| 12 个月最高/最低(元) | 51.10/30.30 |

相关研究报告:

用友网络(600588)《云业务高速增长,优化云服务结构》--2021/08/19

用友网络(600588)《云业务高速增长》--2021/04/30

用友网络(600588)《旗舰级云产品 Yonbip 获得华为等大客户认可》--2021/03/27

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

报告摘要

- **层次鲜明、齐全的云业务产品线，以饱满的姿态迎接云计算浪潮：**
 - 1、公司面向大型以及超大型的客户的产 品线包括 YonBip 和 NC Cloud；面向中型的客户产品线包括 Yonsuite 以及 U8 Cloud、U9 Cloud；针对小型客户的产品线为畅捷通。除了云 ERP 之外，公司还拥有行业云和领域云产品，领域云包含财务云、营销云、采购云、人力云等多种产品线，在 ERP 云的基础上增添新的增长动力。我们认为，公司打法明确、产品齐全，在云计算浪潮下充分受益。
- **高举高打聚焦头部客户，国产化与自主可控赋予更广阔的机遇。**公司的云产品先后中标了华为、国家开发投资集团、宝马、光大银行、神软、重庆中烟、国网电力等多个大型项目，既是公司产品能力的证明，也是公司在大型企业的传统优势领域。自主可控已经是科技行业不可逆转的潮流，伴随着国产化的机遇，公司未来有望在更多的大型国企央企获得订单。
- **定增助力公司跨越式发展。**2020 年 12 月，公司发布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案（二次修订稿），本次非公开发行拟募集不超过 53 亿元，用于用友商业创新平台 YonBIP 建设项目、用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目以及补充流动资金及归还银行借款。用友商业创新平台 YonBIP 建设项目拟投资 46 亿元，YonBIP 是公司云服务的旗舰产品，定增的顺利发行有助于公司的跨越式发展。
- **投资建议：**用友的旗舰级云产品 Yonbip 在定增后将获得充足的发展资源，公司的云产品线齐全且获得已获得大型用户的认可。考虑到 21 年开始公司持续增加投入。预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.11 元、0.24 元和 0.44 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；股权激励考核无法达成；大型企业推广进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 8524.59 | 10229.51 | 13707.54 | 17408.57 |
| (+/-%) | 0.18% | 20.00% | 34.00% | 27.00% |
| 净利润(百万元) | 988.60 | 361.21 | 793.91 | 1434.68 |
| (+/-%) | -16.43% | -63.46% | 119.80% | 80.71% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.30 | 0.11 | 0.24 | 0.44 |
| 市盈率(PE) | 119 | 326 | 149 | 82 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

| | |
|---|----|
| 一、 从 1.0 战略到 3.0 战略，确立云优先原则 | 5 |
| (一) 亚太区领先的 ERP 提供商，转型云服务 | 5 |
| (二) 坚持“云优先”发展战略，云业务快速增长 | 5 |
| (三) 经营情况稳健，持续增加研发投入，高筑技术壁垒 | 7 |
| (四) 股权结构稳定，创始人持股比例较大 | 9 |
| 二、 云产品线覆盖日益完善 | 10 |
| (一) 公司具有完善的云产品线 | 10 |
| (二) 混合云将成为未来云 ERP 趋势 | 11 |
| (三) 面向大型企业的混合云 ERP 产品：YONBIP、NC CLOUD | 13 |
| (四) 面向中型企业的混合云 ERP 产品：U8 CLOUD、YONSUITE | 14 |
| (五) 面向小型企业的云产品：畅捷通云 | 16 |
| (六) 行业云与领域云并驾齐驱，共同构造云业务生态 | 18 |
| 三、 以 SALESFORCE 为鉴，树立中长期增长方向 | 19 |
| (一) SAAS 行业龙头，丰富的云计算产品线为各行业提供 CRM 解决方案 | 19 |
| (二) SALESFORCE 的发展路线：内生与外延并重，不断扩大客户边界 | 20 |
| (三) SALESFORCE 的启示：大客户战略下的交叉销售 | 24 |
| 四、 YONBIP 构筑公司重要增长点 | 25 |
| (一) YONBIP 助力企业商业创新与数智化转型 | 25 |
| (二) 中国企业 IT 投入偏低与高企业级 SAAS 市场增速共筑 YONBIP 增长基础 | 27 |
| (三) 股权激励彰显云业务发展信心 | 28 |
| (四) 定增加速云转型进程 | 29 |
| 五、 投资建议 | 29 |
| 六、 风险提示 | 29 |

图表目录

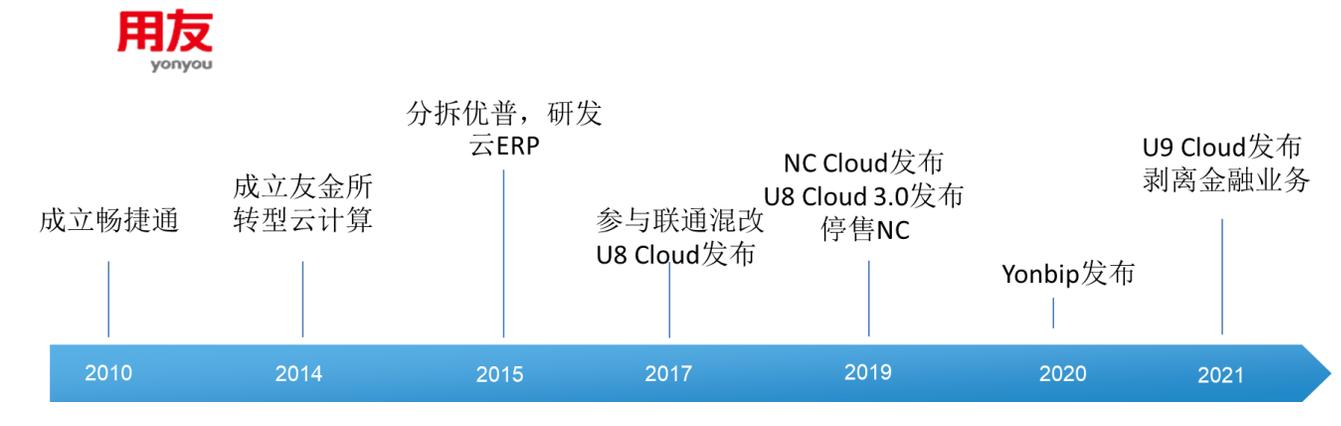
| | |
|---|-----------|
| 图表 1: 用友云业务发展历史 | 5 |
| 图表 2: 2016-2020 年公司云服务收入及增长 | 6 |
| 图表 3: 2016-2020 年公司营业收入及云服务占比 | 6 |
| 图表 4: 2019-2020 年公司云服务（不含金融类云服务）按企业规模分类收入 | 6 |
| 图表 5: 2017-2020 年公司净利润及增速 | 8 |
| 图表 6: 2017-2020 年公司经营性现金流与归母净利润 | 8 |
| 图表 7: 2017-2020 年公司三项费用率 | 8 |
| 图表 8: 2017-2020 年公司毛利率与净利率 | 8 |
| 图表 9: 2017-2020 年公司研发投入及研发投入占总营收比重 | 9 |
| 图表 10: 公司股权结构 | 10 |
| 图表 11: 公司的云产品线（我来画） | 11 |
| 图表 12: 2017-2023 年全球混合云市场规模 | 12 |
| 图表 13: 2017-2018 年中国大型企业云平台使用情况 | 12 |
| 图表 14: 混合云优势 | 12 |
| 图表 15: NC CLOUD 架构 | 13 |
| 图表 16: NC CLOUD 十八大混合云解决方案 | 14 |
| 图表 17: U8 CLOUD 架构 | 14 |
| 图表 18: YONSUITE 云原生架构 | 16 |
| 图表 19: YONSUITE 界面 | 16 |
| 图表 20: YONSUITE 微服务集群 | 16 |
| 图表 21: 畅捷通处于行业领先地位 | 17 |
| 图表 22: 畅捷通云产品线 | 18 |
| 图表 23: SALESFORCE 产品线 | 19 |
| 图表 24: 2016-2020 年 SALESFORCE 营业收入及核心云业务收入占比 | 20 |
| 图表 25: 2016-2020 年 SALESFORCE 各核心云业务收入占比 | 20 |
| 图表 26: 产品逻辑收购事件（部分） | 21 |
| 图表 27: 技术逻辑收购事件（部分） | 22 |
| 图表 28: SALESFORCE 全球大型客户 | 24 |
| 图表 29: 2012-2017 年公司年付费 100 万美元以及年付费 1000 万美元以上的客户数 | 24 |
| 图表 30: SALESFORCE SALES CLOUD、SERVICE CLOUD 与组合产品价格对比 | 25 |
| 图表 31: 用友部分标杆客户（华为） | 错误!未定义书签。 |
| 图表 32: YONBIP 总体服务架构 | 26 |
| 图表 33: YONBIP 云生态业务架构 | 26 |
| 图表 34: YONBIP 平台合作伙伴 | 26 |
| 图表 35: 2020 年中国商业模式创新进程 | 28 |
| 图表 36: 2013-2023 年中国企业级 SAAS 市场规模及预测 | 28 |
| 图表 37: 公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标 | 28 |
| 图表 38: 公司定增募集资金投向 | 29 |

一、从 1.0 战略到 3.0 战略，确立云优先原则

(一) 国内领先的 ERP 提供商，转型云服务

国内最大的 ERP 提供商，向云服务转型。公司成立于 1995 年，于 2001 年上市，是亚太本土领先的企业与公共组织云服务、软件、金融服务提供商；在中国企业应用软件市场、中国 ERP 软件市场、中国财务软件市场均保持第一位的市占率。在发展过程中，逐渐由战略 1.0 时代向战略 3.0 时代转型。在公司战略 1.0 时代，公司主要聚焦于企业财务管理系统，并成功推出国内第一个财务报表编制软件，推动国内会计电算化的迅速发展；在公司战略 2.0 时代，公司于 1998 年正式发布 ERP 管理系统——用友 U8，从此公司进入 ERP 时代；在公司战略 3.0 时代，自 2015 年公司由用友软件更名为用友网络，自此由软件提供商向互联网与云服务转型。

图表 1：用友云业务发展历史

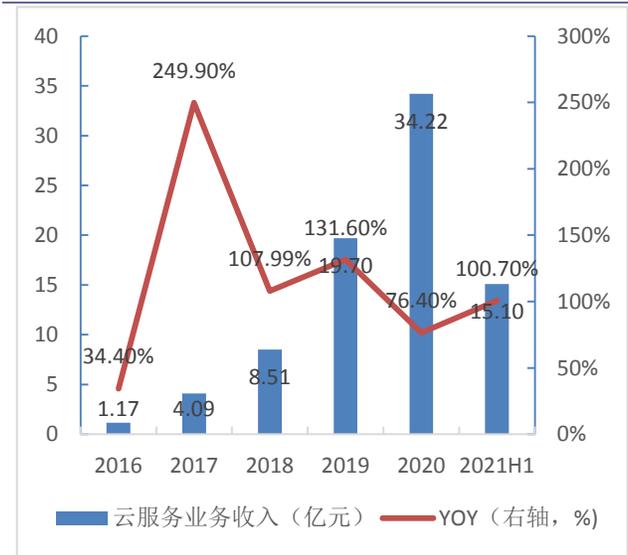


资料来源：，太平洋证券研究院整理

(二) 坚持“云优先”发展战略，云业务快速增长

迈入 3.0 战略新时期，云业务占比迅速扩张。公司形成了以企业云服务为核心业务，云服务、软件、金融服务融合发展的战略布局。公司云服务业务收入呈现快速增长的趋势，由 2016 年的 1.17 亿元增长至 2020 年的 34.2 亿元，2021 年上半年云服务收入实现 15.1 亿元，同比增长 100.70%。2016 至 2021 年上半年，公司云服务收入占营业收入的比重迅速增长，由 2.29% 增长至 47.53%。

图表 2：2016-2021H1 公司云服务收入及增长



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

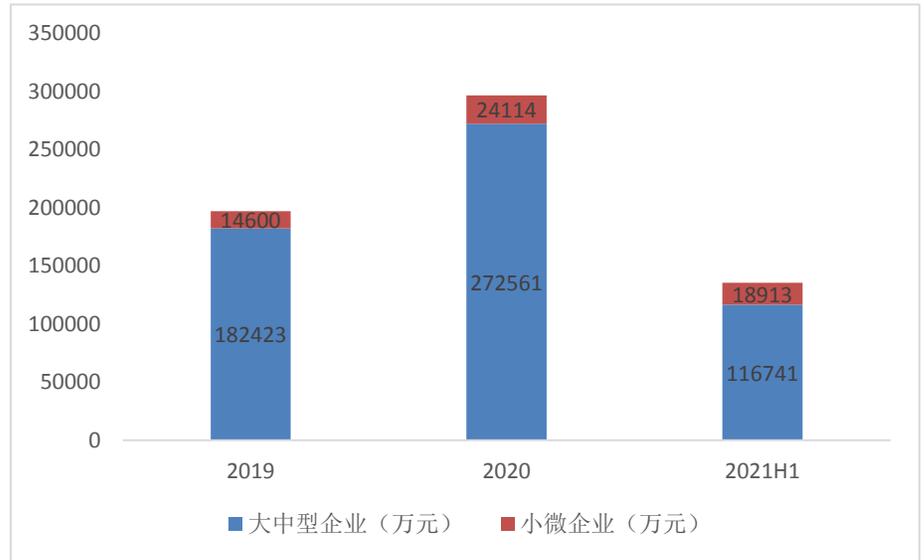
图表 3：2016-2021H1 公司营业收入及云服务占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

云服务收入主要源于大中型企业，业务规模持续增长。2021 年上半年大中型企业云服务业务实现收入 116741 万元，同比增长 92.18%；小微企业云服务业务实现收入 18913 万元，同比增长 140.4%；2021 年上半年公司云服务业务年度经常性收入 ARR 达 83,359 万元。

图表 4：2019-2021H1 公司云服务（不含金融类云服务）按企业规模分类收入

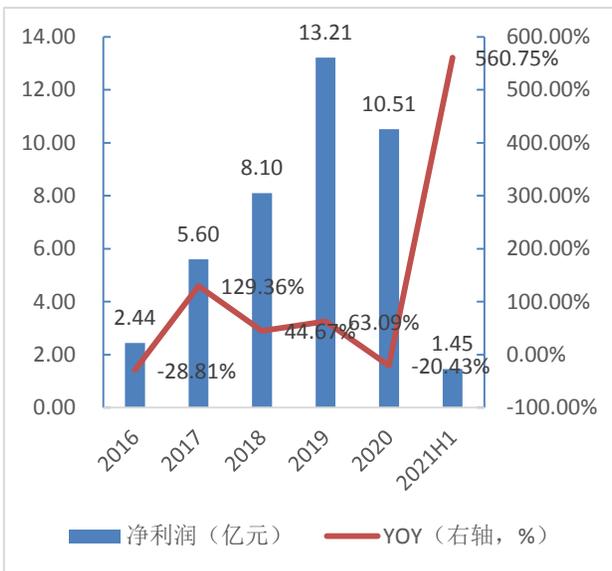


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

(三) 经营情况稳健，持续增加研发投入，高筑技术壁垒

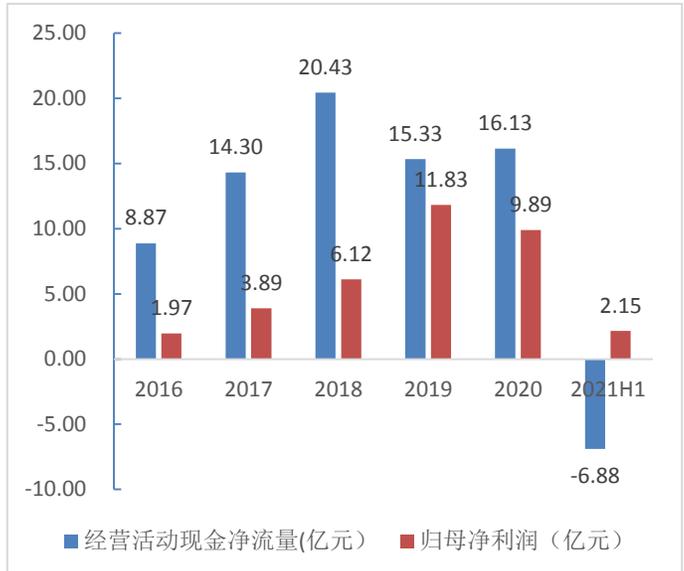
公司经营情况稳健。2017-2020 年净利润较为稳定，CAGR 为 34%；2021 年上半年净利润为 1.45 亿元，同比增加 560.75%；2021 年上半年归母净利润 2.15 亿元，同比增加 740.02%。2017-2020 年经营性现金流较为稳健，经营质量不断提升，2020 年经营性现金流净额为 16.13 亿元，同比增长 5.2%，2021 年上半年公司经营性现金流为 -6.88 亿元。2021 年上半年公司销售费用率与管理费用率有所上升；同期销售毛利率为 57.15%，销售净利率为 4.57%。

图表 5：2017-2021H1 公司净利润及增速



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 6：2017-2021H1 公司经营性现金流与归母净利润



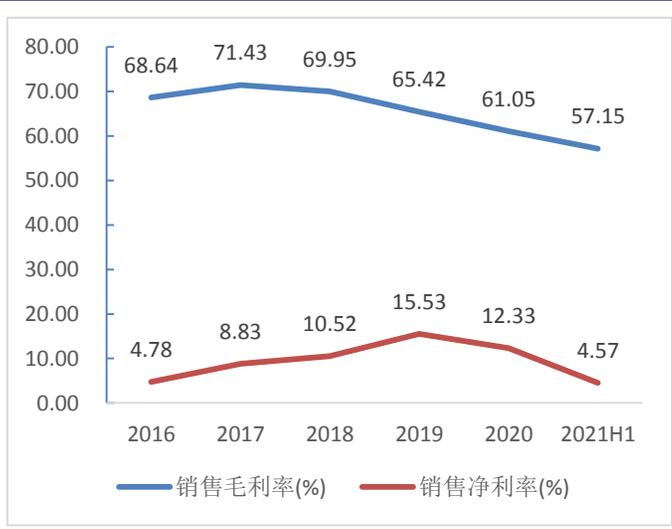
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 7：2017-2021H1 公司三项费用率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 8：2017-2021H1 公司毛利率与净利率

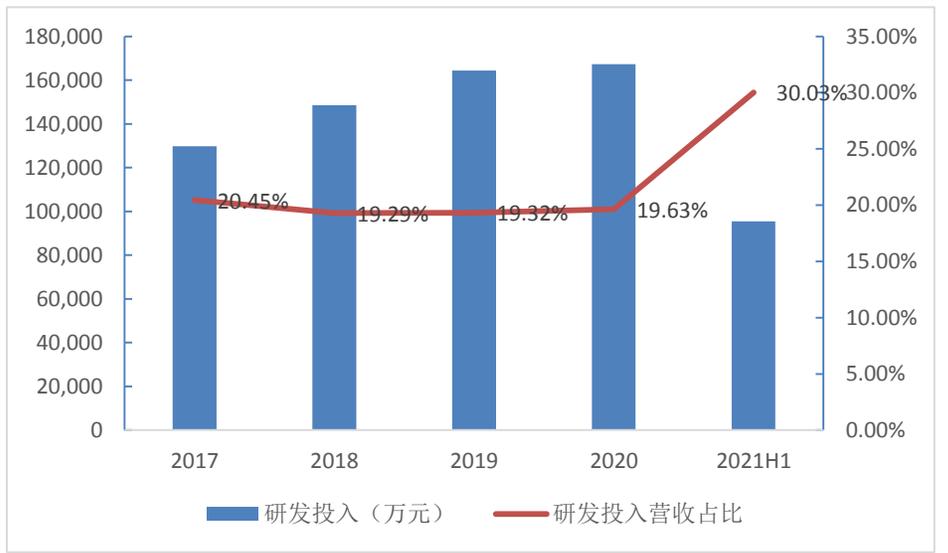


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

持续增加研发投入，筑高技术壁垒。持续增加研发投入，筑高技术壁垒。研发投入由 2017 年的 12.97 亿元增长至 2020 年的 16.73 亿元，CAGR 为 11.77%，2021 年上半年研发投入为 9.54 亿元，同比增长 38.9%，研发投入营收占比为 30.0%，较

上年同期增加 6.7 个百分点。公司现在已经形成在企业 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。公司研发总部位于北京，先后在南京、重庆、上海、深圳及海外先后建立了研发组织。

图表 9：2017-2020 年公司研发投入及研发投入占总营收比重

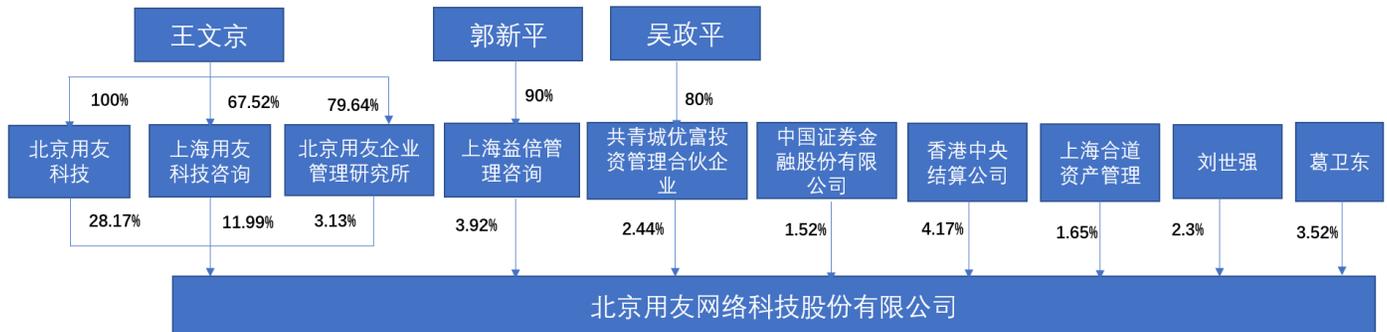


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

(四) 股权结构稳定，创始人持股比例较大

公司股权结构稳定，创始人持股比例较大。持股 5% 以上股东分别为北京用友科技有限公司与上海用友科技咨询有限公司，分别持股 28.17% 与 11.99%，两大控股股东的实际控制人均为公司董事长兼 CEO 王文京先生。副董事长郭新平与董事吴政平分别通过控股上海益倍管理咨询有限公司与共青城优富投资管理合伙企业分别持有公司 3.92% 与 2.44% 的股份。

图表 10：公司股权结构



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

二、云产品线覆盖日益完善

(一) 公司具有完善的云产品线

完善的云产品线。从畅捷通开始，公司陆续发布了 U8 Cloud、NC Cloud、Yonbip、Yonsuite、U9 Cloud 等多种云计算产品，从公有云和私有云两个部署方式，以及巨型、大型、中型、小微等四种体量的企业，收费模式也兼具订阅和许可双重模式。公司现有的产品线已经做了充分且完善的布局。

图表 11：公司的云产品线

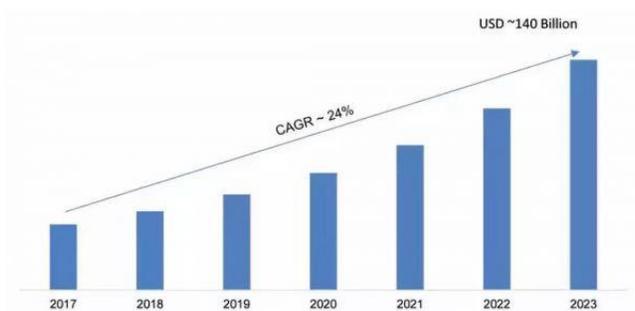
| 目标客户 | BIP 商业创新平台 | | | | 云 ERP | | | |
|------|----------------------------|------|------|--------------|--------------------|------|------------|---------------|
| | 云产品 | 技术架构 | 部署模式 | 收费模式 | 产品 | 技术架构 | 部署模式 | 收费模式 |
| 巨型企业 | YonBIP 用友商业创新平台 | 云原生 | 私有云 | 许可模式 订阅模式 | ————— | | | |
| 大型企业 | | | 公有云 | 订阅模式 | NCCloud | 云原生 | 公有云 私有云 | 订阅模式 (公有云) |
| 中型企业 | YonSuite 成长型企业云服务 套件 | 云原生 | 公有云 | 订阅模式 | U8Cloud U9Cloud | 分布式 | | 许可模式 (私有云) |
| 小微企业 | 好会计、好生意 | 云原生 | 公有云 | 订阅模式 | T+Cloud | 分布式 | 公有云 私有云 | 订阅模式 |
| | 易代账 | 云原生 | 公有云 | 订阅模式 | ————— | | | |

资料来源：，太平洋证券研究院整理

(二) 混合云将成为未来云 ERP 趋势

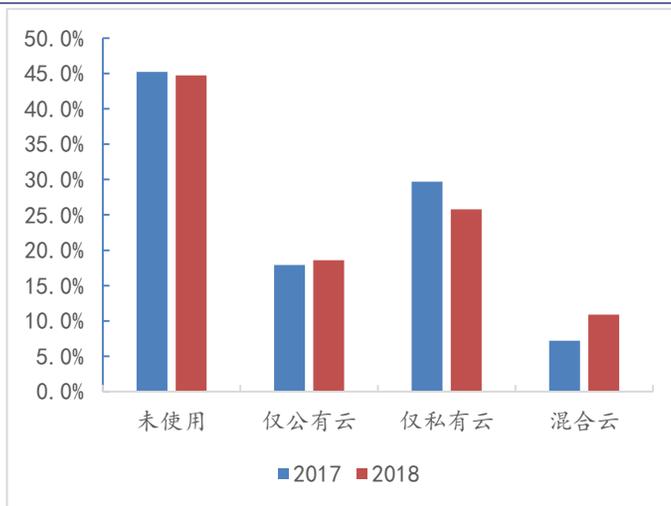
混合云因其安全性、灵活性、成本控制等优势被众多大型企业所接受。混合云是两个或两个以上云（私有云或公有云）的组合，各个云在保留独有实体的前提下通过专有技术捆绑在一起，实现多种部署模式的优势，采用混合云解决方案成为大型企业上云用云的新趋势。由 IDC 发布的《2019 年中国企业上云行业市场现状及发展趋势分析》可知，2017-2018 年中国大型企业使用混合云比例超过 50%；据 Gartner 预测，2020 年 90% 的组织将采用混合云解决方案。

图表 12：2017-2023 年全球混合云市场规模



资料来源：Market Research Future, 太平洋证券研究院

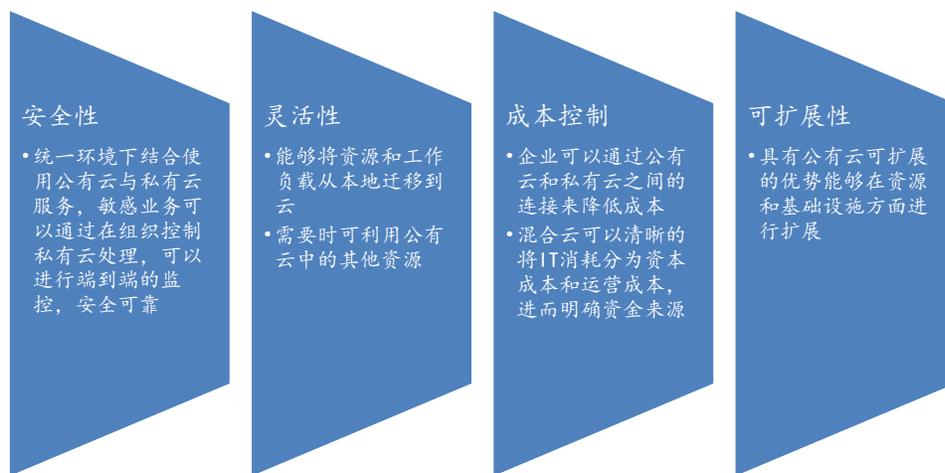
图表 13：2017-2018 年中国大型企业云平台使用情况



资料来源：IDC, 太平洋证券研究院

云 ERP 优势明显。与传统 ERP 相比，云 ERP 优势是可以高效整合资源，打破传统烟囱式 IT 架构的重复开发与运维，提升企业运营效率。与传统 ERP 相比，云 ERP 优势明显，其提供是服务而不仅仅是产品，降低企业一次性 IT 投入成本，系统集中部署升级更加高效，数据信息更加安全稳定。

图表 14：混合云优势



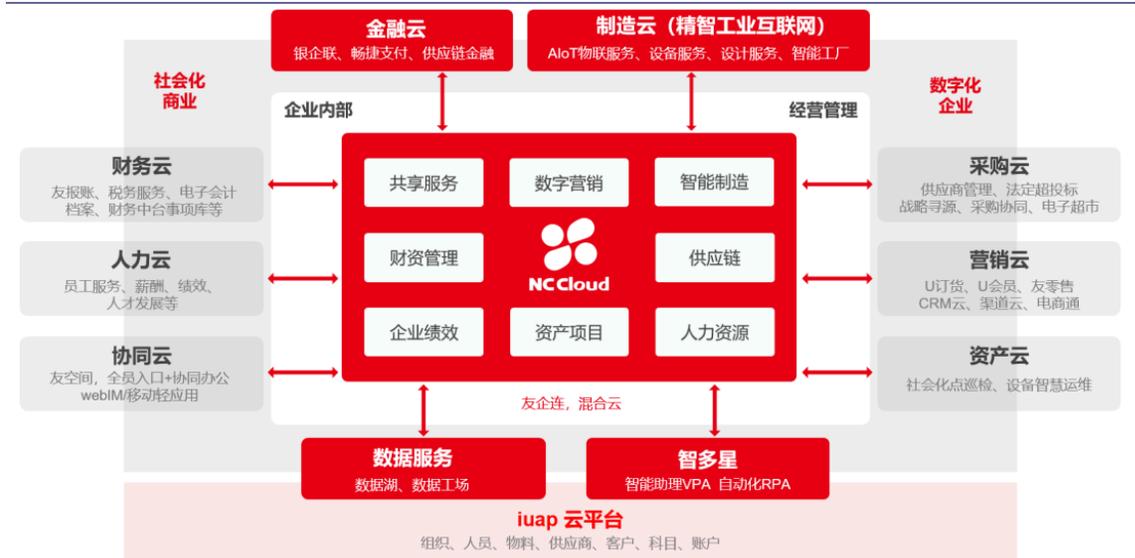
资料来源：电子发烧友，太平洋证券整理

(三) 面向大型企业的混合云 ERP 产品：Yonbip、NC Cloud

以 NC Cloud 为核心的混合云解决方案，助力大型企业实现全方位数智化转型。

公司于 2019 年 1 月推出 NC Cloud，为大型企业提供混合云解决方案。NC Cloud 基于云原生技术，底层技术采用云+端的模式，持公有云、混合云、专属云的灵活部署模式；同时兼具轻量化，智能化特征，设计风格极简，界面扁平层次化易操作；运用 AI 技术，具备 VPA 工作助手，RPA 流程机器人、机器学习等功能，引领企业迈向数字化新方向。

图表 15: NC Cloud 架构



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院

NC Cloud 借助智能云服务提供 18 大混合云解决方案。NC Cloud 为客户提供面向大型企业集团、制造业、消费品、建筑、房地产、金融保险等 14 个行业大类，68 个细分行业，涵盖数字营销、智能制造、财务共享、数字采购等 18 大解决方案。包括数字营销与新零售、数字化工厂与智能制造、数字采购与供应链协同、财务共享、智慧税务与电子发票、绩效与人才管理、社交协同等企业数字化创新应用，并提供覆盖各大行业的企业数字化应用。

图表 16: NC Cloud 十八大混合云解决方案



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院

(四) 面向中型企业的混合云 ERP 产品: U8 Cloud、U9 Cloud、Yonsuite

云 ERP 产品 U8 Cloud 助力成长型企业商业创新。U8 Cloud 是公司于 2017 年 7 月推出的云 ERP 产品，主要面向创新型、成长型企业，帮助企业实现降低成本、提高效率、控制风险的目标。采用互联网新技术，支持公有云、混合云、专属云的部署，Open API 开放平台接入外部合作伙伴，采用“云+端”的形式满足企业实现云 ERP 和云服务对接需求，实现基础资料、供应链、财务、制造、人力资源一体化的流程。支持企业业务变革与商业创新，提供交易、服务、管理一体化解决方案，赋能成长型企业转型升级。

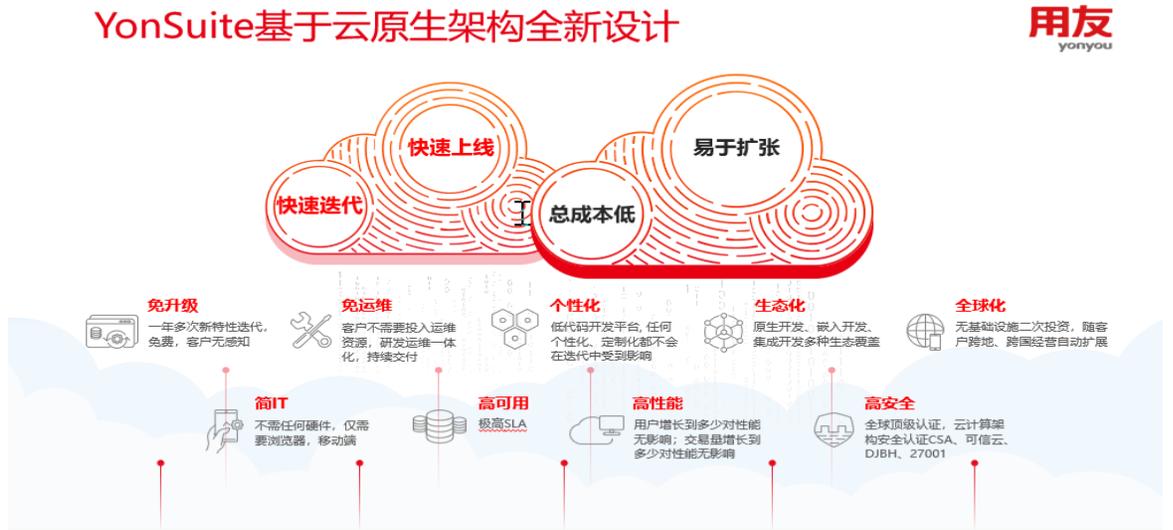
图表 17: U8 Cloud 架构



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

YonSuite 引领企业完成数智化转型。YonSuite 是公司于 2019 年底推出的基于云原生架构、纯公有云部署的国内首创一体化云服务应用，基于 iuap 云平台开发、开放与运营，聚焦服务、流通、制造等行业，为中型企业提供“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”融合一体、支持企业社会化商业的云服务。根据公司微信公众号披露，从 2019 年发布至今，YonSuite 客户群体包括科学研究、软件与信息技术服务业及商业服务业等新兴服务业，占比超过 70%。同时荣获“2020 中国极具创新 SaaS 云服务平台”，“2020 中国云计算最佳云原生 SaaS 服务奖”，“2020 中国企业服务 SaaS 年度产品创新奖”等多个奖项。

图表 18: YonSuite 云原生架构



资料来源: 公司年报, 太平洋证券研究院

图表 19: YonSuite 界面



资料来源: 公司微信公众号, 太平洋证券研究院

图表 20: YonSuite 微服务集群



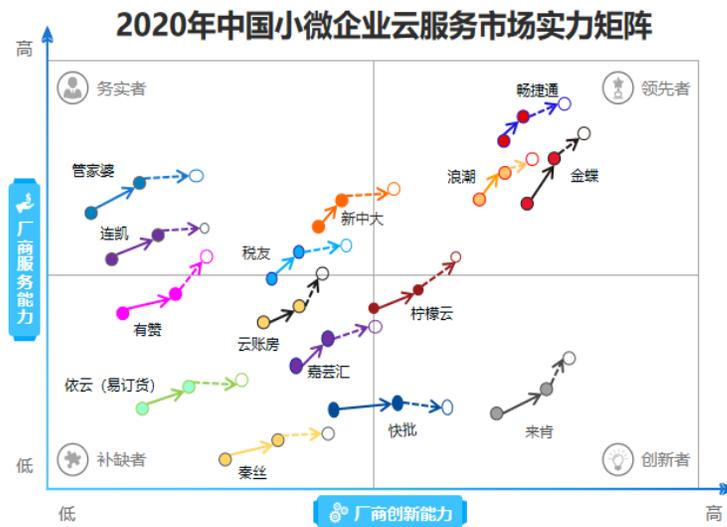
资料来源: 公司微信公众号, 太平洋证券研究院

(五) 面向小型企业的云产品: 畅捷通云

子公司畅捷通作为小微企业云服务市场领先者, 提供综合化云端管理服务。畅捷通为公司控股子公司, 于 2014 年在港交所上市, 目前公司持有其 65.68% 的股份; 是一家专注于为小微企业提供以财务及管理服务为核心的平台服务、应用服务、数

据增值服务公司。其云服务产品包括 T3、好会计、T+Cloud、易代账等，目前服务超过 440 万小微企业。根据易观发布的《中国小微企业云财务应用市场专题分析 2019》，畅捷通好会计使用率占比为 25%，用户满意程度达 90%。在市场份额占比上，畅捷通云财务应用服务领域服务用户超 300 万，覆盖小微企业占比 19%，均处于行业第一。

图表 21：畅捷通处于行业领先地位



© Analysys 易观
17-31

→ ● → ○ 2020 → 2021 发展路径 --> 预测 2022 发展趋势

www.analysys.cn
数据驱动精益成长

资料来源：易观，太平洋证券研究院

依托核心 SaaS 产品和能力，形成全面的小微企业云服务生态体系。畅捷通依托母公司用友多年技术优势与市场地位，布局小微企业云服务全系列产品，满足不同类型、发展阶段与规模的小微企业云服务需求，目前已形成较为完善的云服务产品体系，实现小微企业前中后台的统一，广泛覆盖各类行业。

图表 22：畅捷通云产品线

| 产品 | 底层技术 | 功能 | 应用行业 |
|---------------|------|---|----------------------------|
| 好会计 | SAAS | PC 端、手机端、微信端多端使用 管理现金银行、发票、往来、报税、 经营分析 保障数据安全 实现分角色管理 | 餐饮 科技 物资供应 商贸批发 |
| 好生意 | SAAS | 多端开单 库存管理 客户忠诚度分析、客户等级管理 实现到账 | 酒水 日用百货 美妆日化 |
| T+ T+Cloud | SAAS | 云 ERP 产品 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 打通企业管理“人财货客”全链条 | 新零售、新商贸 食品 化工品 医疗 |
| 易代账 | SAAS | 税务管理、账务管理、报税管理、客 户管理 实现在线记账，移动记账 | 咨询 创业服务 企业服务 |

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

畅捷通拟于 A 股上市，拓宽融资渠道，扩展其在中国境内市场影响力。公司 2021 年 1 月 14 日发布公告，畅捷通本次拟发行 A 股不超过发行后股本总额的 15%，此次 A 股发行扩展资本市场融资渠道，进一步促进云业务的转型与发展。

（六）行业云与领域云并驾齐驱，共同构造云业务生态

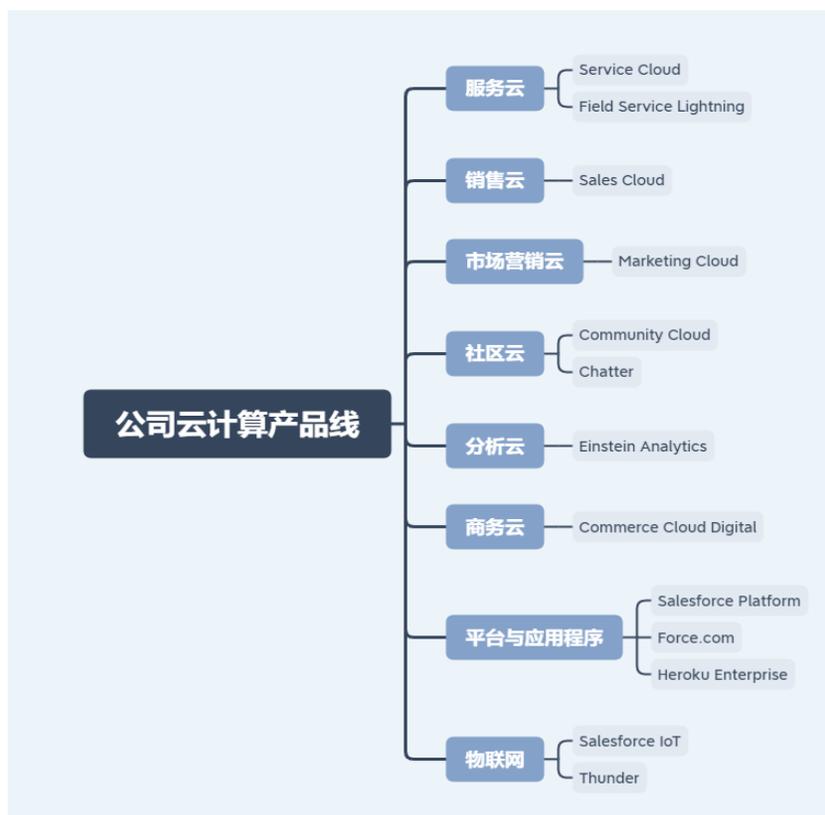
横向覆盖多个行业，纵向覆盖行业多个领域和应用场景。通过横向与纵向的布局，公司形成以 ERP 为核心，各行业与领域全方位布局的解决方案。包括在营销、制造、采购、金融、财务、人力、协同、平台服务等领域及涵盖政务、制造、医疗、金融等 14 个行业的数智化综合服务与解决方案。并通过云市场联合生态合作伙伴为客户提供相应的产品，在协同促进实现双赢的同时，更好的满足客户需求。

三、以 Salesforce 为鉴，树立中长期增长方向

(一) SaaS 行业龙头，丰富的云计算产品线为各行业提供 CRM 解决方案

Salesforce 在 SaaS 领域排名第二，CRM 细分领域排名第一。公司成立于 1999 年，2004 年在纽交所上市，是客户关系管理 CRM 软件的行业标杆。多年来深耕 SaaS CRM 领域，形成以营销云、销售云、服务云与商业云为核心，产品线覆盖社区云、分析云、物联网、平台与应用程序丰富的云计算产品线，为各行业提供 CRM 解决方案。据 Gartner2019 年数据，Salesforce2018 年在 CRM 领域市场份额为 19.5%，超过了第 2-4 名 SAP、Oracle 和 Adobe 之和，目前市值已破 2000 亿美元，成为 SaaS 行业估值最高的头部厂商。

图表 23: Salesforce 产品线



资料来源：Salesforce 官网，太平洋证券整理

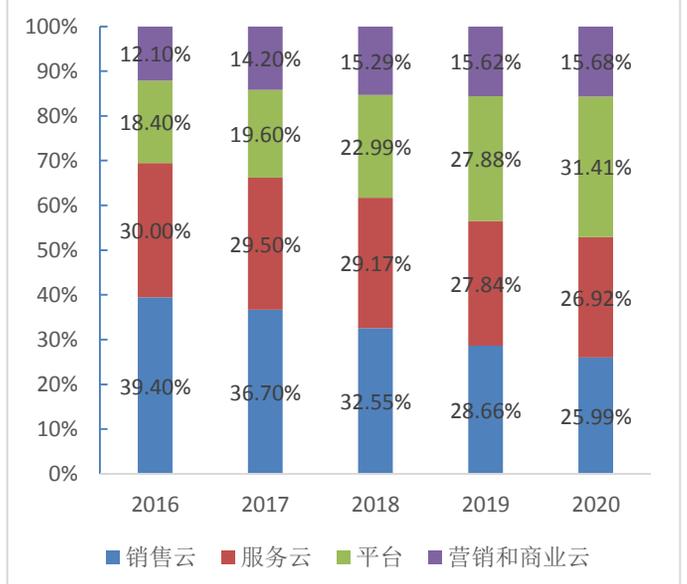
营收高速增长背后是高核心云业务收入占比的支撑。Salesforce 核心产品为销售云、服务云、平台云、营销和商业云，是公司营业收入的主要来源，2020 年占公司营业总收入的 93.9%；通过平台云作为技术支撑，同时将人工智能、大数据与物联网应用于技术开发。Salesforce 2016-2020 年营业总收入 CAGR 为 26.19%，处于高速增长。从 2016 年至 2020 年各核心云业务收入占比来看，其业务板块营收贡献率正在发生变化，销售与服务云业务占比正在下降，平台云、营销和商业云占比正在上升。

图表 24：2016-2020 年 Salesforce 营业收入及核心云业务收入占比



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 25：2016-2020 年 Salesforce 各核心云业务收入占比



资料来源：Salesforce 年报，太平洋证券研究院

(二) Salesforce 的发展路线：内生与外延并重，不断扩大客户边界

围绕核心 CRM 业务搭建内生发展战略，产品布局广泛。从 Salesforce 发展历

程可以看出，其从最开始提出 CRM SaaS 取代传统软件，后依托云服务厂商技术能力发展 aPaaS 平台，将企业前端面向客户的全流程业务打通，实现产品线的全面布局；并从 B2B 市场向 B2C 市场扩张，针对 B 端市场与 C 端市场的不同特征提供不同产品，逐渐延伸与扩张市场范围。

通过产品逻辑与技术逻辑开展外延式战略，每一步发展紧跟时代步伐。自上市以来 Salesforce 并购频繁，通过并购逐步扩大其生态圈。从产品逻辑的并购上看，Salesforce 从 CRM 产品起家，通过大量的并购整合实现从单一产品到拥有涵盖从售前、售中到售后的全品类 SaaS 平台与 CRM 的升级，及以销售云、客服云、营销云和电商云为主要营收来源的产品组合，领域不断外延至人工智能与大数据平台，通过大量收购完成不同阶段的产品布局；其中著名案例为 2020 年 12 月拟以 227 亿美元收购企业协同软件开发公司 Slack，此为其历史上最大的并购事件。技术逻辑上看，Salesforce 通过并购实现其大数据、人工智能与物联网领域的布局；其中著名的并购案例为以 157 亿美元价格收购 Tableau，65 亿美元价格收购 MuleSoft。

图表 26：产品逻辑收购事件（部分）

| 时间 | 公司名称 | 业务领域 |
|---------|------------------------|------------------|
| 2007.04 | Koral Technologies | 企业级内容管理软件 |
| 2008.08 | InStranet | 商业管理软件 |
| 2009.12 | GroupSwim | 商业协作软件 |
| 2009.12 | Informavores | 企业流程管理应用提供商 |
| 2010.01 | Salesforce Japan | 云工具开发商 |
| 2010.04 | Jigsaw | 企业专家在线交流及知识分享平台 |
| 2010.05 | Sitemasher | SaaS 管理平台，云端管理软件 |
| 2010.09 | Activa Live | 云端聊天软件 |
| 2011.03 | Radianó | 社会化媒体信息监控平台 |
| 2010.12 | Heroku | 多种语言开发工具（云端） |
| 2012.07 | GoInstant | 社交媒体工具服务商 |
| 2012.06 | Salesforce Buddy Media | 社交媒体营销服务公司 |
| 2015.12 | SteelBrick | 配置价格报价软件 |
| 2016.01 | Krux | 营销数据橱窗企业 |
| 2016.07 | Demandware | 电子商务平台解决方案 |
| 2016.08 | Quip | 在线协作办公平台 |
| 2019.08 | Click software | 劳动力管理软件公司 |
| 2020.12 | Slack Technologies | 企业协同软件开发公司 |

资料来源：36 氪，太平洋证券整理

图表 27：技术逻辑收购事件（部分）

| 时间 | 公司名称 | 业务领域 |
|---------|--------------|----------------------|
| 2013.06 | ExactTarget | 云端市场软件 |
| 2018.03 | MuleSoft Inc | 应用程序界面（API）相关业务 |
| 2016.02 | PredictionIO | 开放式机器学习服务 |
| 2016.09 | BeyondCore | 企业分析平台 |
| 2014.07 | RalateIQ | 大数据智能关系管理 |
| 2015.05 | Tempo AI | 具有人工智能属性的日历 |
| 2016.04 | MetaMind | 语言方面的深度学习和基于视觉的应用 |
| 2013.06 | EdgeSpring | 利用其技术为 Wave 提供搜索索引能力 |
| 2015.04 | Toopher | 认证平台，防止网络欺诈 |
| 2018.03 | MuleSoft | 软件开发商 |
| 2019.08 | Tableau | 数据可视化分析公司 |
| 2020.02 | Vlocity | 云平台服务提供商 |

资料来源：36氪，太平洋证券整理

借鉴 Salesforce 的发展路径，公司在内生路径上不断拓宽业务规模。在外延路径上，据公司年报披露，公司于 2009 年收购 14 家公司，通过收购拉开行业竞争格局，迅速扩大业务规模。2021 年 6 月 5 日，公司发布公告，拟以 1.51 亿元收购柚子移动 100% 的股权，收购完成后拟以 7900 万元对其增资，交易完成后，公司持有柚子移动 100% 的股权。柚子移动是一家拥有成熟开发者生态的低代码平台公司，迄今已经聚合了众多国内外第三方主流 PaaS 和 SaaS 云服务商的 API，累计已有 100 万注册开发者广泛使用，建立起国内最大规模的第三方开发者生态，公司目前的 YonBIP 低代码开发平台，主要面向 2B 后端的管理应用，而柚子移动主要面向 2C 前端的移动端 APP 应用，两者互为补充，进一步加强 YonBIP 生态。

(三) Salesforce 的启示：大客户战略下的交叉销售

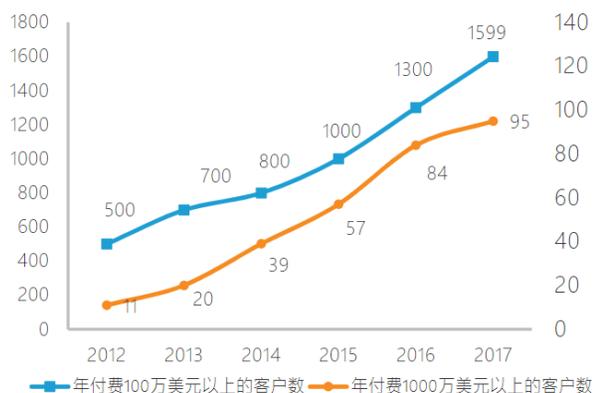
服务头部公司，积累行业标杆企业和典型案例。公司在零售业、制造业、金融业、地产、互联网、消费电子等各个领域均服务于行业头部，头部客户的标杆作用为公司形成典型案例。据亿欧智库数据，Salesforce 在 2017 年服务年付费 100 万美元以上的客户数达到 1599 家，年付费 1000 万美元以上的客户数达到 95 家。同时，Salesforce 通过为大客户提供定制化服务，满足其差异化需求来提升大客户渗透率。

图表 28: Salesforce 全球大型客户



资料来源：亿欧智库，太平洋证券研究院

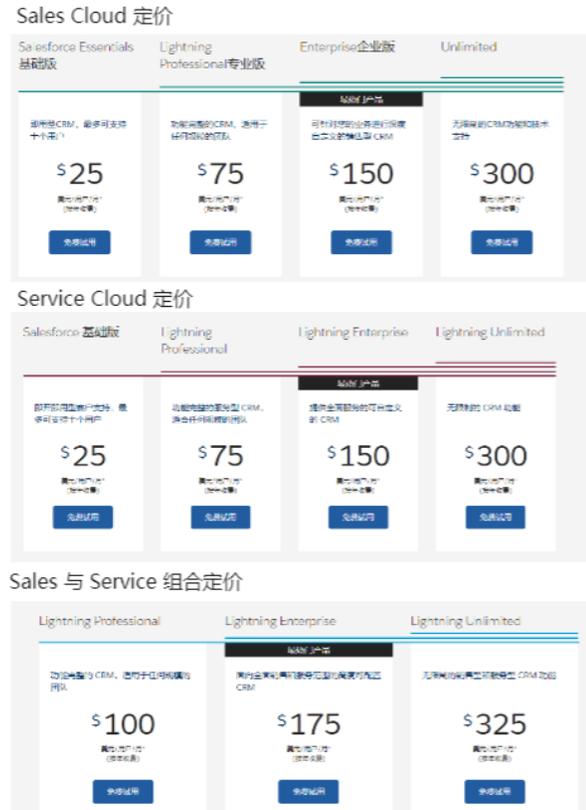
图表 29: 2012-2017 年公司年付费 100 万美元以及年付费 1000 万美元以上的客户数



资料来源：亿欧智库，太平洋证券研究院

借助交叉销售，利用 CRM 发现现有客户的多种需求，并通过结合大客户战略销售多种相关产品与服务，提升公司 ARPU。公司针对组合产品有更多优惠，以促进用户购买更多 SaaS 服务。根据官网披露的价格可以看出，公司的 Sales 与 Cloud 组合产品结合了 Sales Cloud 与 Service Cloud 功能，价格上相比更加优惠。其 2017 年 Dreamforce 大会资料披露，重要客户大约 75% 以上购买了 4 种以上的产品组合，99% 的客户订阅了 2 种以上的云服务。Salesforce 通过交叉销售实现了提升客户留存率、增加客户忠诚度与客户体验、增加 ARPU 和利润等优势。此外，公司 2017 年推出的布局 AI 领域的 CRM 产品 Einstein 已渗透至各大板块，可以帮助公司更好地了解客户行为和提供交叉销售的机会。

图表 30: Salesforce Sales Cloud、Service Cloud 与组合产品价格对比



资料来源: Salesforce 官网, 太平洋证券研究院

以 Salesforce 为鉴，公司致力于服务标杆客户，易实现交叉销售。2021 年上半年公司成功签约了宝马中国、福特新能源、中国银行、中国农业发展银行、杭州银行、山西证券、上海烟草、湖北烟草、宁夏烟草、中国联通、中国电信等多家大型企业行业标杆客户。公司云服务与软件业务直销合 2021 年半年度报告 19 / 202 同金额同比增长 28.4%，其中 500 万元以上的新签合同金额同比增长 37.0%，100 万元至 500 万元的新签合同金额同比增长 33.7%。公司服务大型企业的优势易实现交叉销售战略，为公司带来进一步的毛利率增长。

四、YonBIP 构筑公司重要增长点

(一) YonBIP 助力企业商业创新与数智化转型

从 ERP 到 BIP，平台化发展构筑公司重要增长点。公司于 2020 年 8 月 6 日的商业创新大会发布 3.0 战略核心产品——YonBIP 商业创新平台，平台基于云原生、微服务、中台化、数用分离等四大最新技术架构，满足多样化业务场景需求，推动企业商业创新与数字化发展，并实现与客户、生态伙伴、社会之间的共享共创。

图表 31: YonBIP 总体服务架构



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院

平台化和生态化是 YonBIP 的优势。平台 PaaS 层 iuap 平台包括技术平台、数据中台、智能中台、应用平台、低代码开发平台及连接平台；应用及服务层提供营销、采购、制造等 8 项核心领域云服务和金融、汽车、烟草等 11 个行业云服务；低代码开发平台 YonBuilder 面向全生态开发者，提供无代码和低代码开发的可视化能力；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。BIP 通过平台形成企业服务的大生态，汇聚超过千万家企业客户、汇聚超过十的企业服务的生态伙伴，连接过亿人的社群。

图表 32: YonBIP 云生态业务架构

图表 33: YonBIP 平台合作伙伴



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院



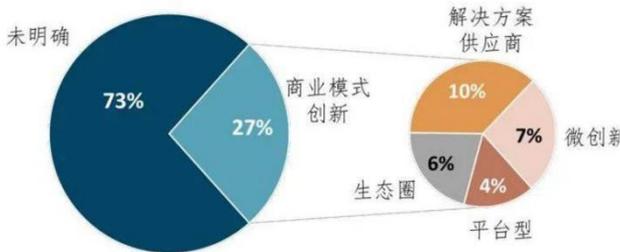
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

(二) 中国企业 IT 投入偏低与高企业级 SaaS 市场增速共筑 YonBIP 增长基础

中国企业信息化水平相对经济发展较为落后，仍存在较大市场空间。根据艾瑞咨询发布的《中国企业级 SaaS 行业研究报告 2020》数据，2019 年中国 GDP 占全球比例达到 16.4%，但企业 IT 支出占比仅为 5.5%，相对于经济发展水平，我国企业信息化投入不足。从数字化转型过程中的商业模式创新来看，根据清华大学全球产业研究院发布的《中国企业数字化转型研究报告 2020》来看，大部分企业仍处于解决企业自身痛点的阶段，已经实现商业模式创新的企业占比仅为 27%；其中平台型商业模式占比仅为 4%。未来，随着企业数字化转型意愿的增强，YonBIP 平台化服务模式将成为公司业绩重要增长点。

近年来企业级 SaaS 市场保持较高增速。2018 年后 SaaS 市场迎来快速增长，2019 年中国企业级 SaaS 市场规模为 362.1 亿元，同比增长 48.7%。2020 年疫情使得企业对 SaaS 接受度增加，市场仍保持较快增速，预计 2022 年中国企业级 SaaS 市场规模将突破千亿元。

图表 34：2020 年中国商业模式创新进程



资料来源：清华大学全球产业研究院，太平洋证券研究院

图表 35：2013-2023 年中国企业级 SaaS 市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

(三) 股权激励彰显云业务发展信心

大规模股权激励彰显公司对未来云业务发展的决心。公司于 2021 年 7 月 24 日发布股权激励计划公告，拟向激励对象授予合计不超过 10,462,100 股公司限制性股票。本次激励计划涉及的激励对象共计 2,076 人，约占截止到 2020 年 12 月 31 日在册员工总数 18,082 人的 11.48%，包括在公司任职的高级管理人员、中高级管理人员、专家等骨干员工。

图表 36：公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|-------------------|--|
| 限制性股票 第一个解除限售期 | 以 2019 年“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和为基数，2021 年度“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和的增长率不低于 20% |
| 限制性股票 第二个解除限售期 | 以 2019 年“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和为基数，2022 年度“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和的增长率不低于 30% |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

(四) 定增加速云转型进程

定增加速运转型进程，为 BIP 平台化发展注入新动能。公司于 2020 年 12 月发布非公开发行 A 股股票预案（二次修订稿），拟向不超过 35 名的特定投资者非公开发行 A 股股票不超过 4.9 亿股，募集资金总额不超过 52.98 亿元，其中拟投入 45.97 亿于 YonBIP 平台建设，该方案于 2021 年 8 月 3 日由证监会审核通过。

图表 37： 公司定增募集资金投向

单位：万元

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 | 募集资金投入额 |
|-----------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 用友商业创新平台YonBIP建设项目 | 459,713.00 | 459,713.00 |
| 2 | 用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目 | 62,787.00 | 62,787.00 |
| 3 | 补充流动资金及归还银行借款 | 7,343.51 | 7,343.51 |
| 合计 | | 529,843.51 | 529,843.51 |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

五、 投资建议

用友的旗舰级云产品 Yonbip 在定增后将获得充足的发展资源，公司的云产品线齐全且获得已获得大型用户的认可。考虑到 21 年开始公司持续增加投入。预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.11 元、0.24 元和 0.44 元，维持“买入”评级。

六、 风险提示

行业竞争加剧；股权激励考核无法达成；大型企业推广进度不及预期。

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|------------------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 8524.59 | 10229.51 | 13707.54 | 17408.57 | 净利润 | 1051.38 | 357.61 | 790.31 | 1431.08 |
| 营业成本 | 3320.59 | 4705.57 | 5894.24 | 6963.43 | 折旧与摊销 | 356.62 | 405.11 | 387.96 | 388.63 |
| 营业税金及附加 | 98.82 | 132.98 | 178.20 | 226.31 | 财务费用 | 110.18 | -3.07 | -6.85 | -12.19 |
| 销售费用 | 1536.51 | 1943.61 | 2604.43 | 3307.63 | 资产减值损失 | -47.44 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 管理费用 | 959.49 | 1534.43 | 2056.13 | 2611.29 | 经营营运资本变动 | 616.45 | -895.49 | 187.90 | 64.03 |
| 财务费用 | 110.18 | -3.07 | -6.85 | -12.19 | 其他 | -474.17 | -404.35 | -499.27 | -599.64 |
| 资产减值损失 | -47.44 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 经营活动现金流净额 | 1613.02 | -440.19 | 960.05 | 1371.92 |
| 投资收益 | 75.00 | 300.00 | 400.00 | 500.00 | 资本支出 | -444.49 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 公允价值变动损益 | 52.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -449.09 | 319.74 | 400.00 | 500.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -893.58 | 309.74 | 390.00 | 490.00 |
| 营业利润 | 1489.78 | 370.09 | 839.88 | 1530.39 | 短期借款 | -1860.15 | -2375.40 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -363.60 | 17.51 | 10.49 | 12.02 | 长期借款 | -45.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1126.17 | 387.60 | 850.38 | 1542.41 | 股权融资 | 100.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 74.79 | 29.99 | 60.06 | 111.33 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 1051.38 | 357.61 | 790.31 | 1431.08 | 其他 | -511.18 | -33.00 | 6.85 | 12.19 |
| 少数股东损益 | 62.78 | -3.60 | -3.60 | -3.60 | 筹资活动现金流净额 | -2315.49 | -2408.39 | 6.85 | 12.19 |
| 归属母公司股东净利润 | 988.60 | 361.21 | 793.91 | 1434.68 | 现金流量净额 | -1602.49 | -2538.84 | 1356.90 | 1874.10 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 5604.88 | 3066.04 | 4422.94 | 6297.05 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1679.91 | 2226.46 | 2903.63 | 3662.09 | 销售收入增长率 | 0.18% | 20.00% | 34.00% | 27.00% |
| 存货 | 423.31 | 612.29 | 770.01 | 912.17 | 营业利润增长率 | -7.58% | -75.16% | 126.94% | 82.21% |
| 其他流动资产 | 1064.82 | 884.40 | 1106.76 | 1343.38 | 净利润增长率 | -20.43% | -65.99% | 121.00% | 81.08% |
| 长期股权投资 | 287.16 | 287.16 | 287.16 | 287.16 | EBITDA 增长率 | -5.21% | -60.54% | 58.13% | 56.17% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2507.24 | 2300.70 | 2093.49 | 1885.62 | 毛利率 | 61.05% | 54.00% | 57.00% | 60.00% |
| 无形资产和开发支出 | 1936.81 | 1766.05 | 1595.29 | 1424.53 | 期间费率 | 47.68% | 53.97% | 53.95% | 53.93% |
| 其他非流动资产 | 3446.14 | 3428.32 | 3428.32 | 3428.32 | 净利率 | 12.33% | 3.50% | 5.77% | 8.22% |
| 资产总计 | 16950.26 | 14571.41 | 16607.61 | 19240.33 | ROE | 12.30% | 4.01% | 8.14% | 12.85% |
| 短期借款 | 2375.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 6.20% | 2.45% | 4.76% | 7.44% |
| 应付和预收款项 | 1971.78 | 3040.62 | 3739.83 | 4449.74 | ROIC | 42.56% | 9.58% | 19.21% | 33.20% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 22.95% | 7.55% | 8.91% | 10.95% |
| 其他负债 | 4055.81 | 2616.97 | 3163.65 | 3655.38 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 8402.99 | 5657.59 | 6903.48 | 8105.11 | 总资产周转率 | 0.49 | 0.65 | 0.88 | 0.97 |
| 股本 | 3270.45 | 3270.45 | 3270.45 | 3270.45 | 固定资产周转率 | 3.45 | 4.39 | 6.46 | 9.09 |
| 资本公积 | 1096.40 | 1096.40 | 1096.40 | 1096.40 | 应收账款周转率 | 7.49 | 8.29 | 8.38 | 8.33 |

| | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 留存收益 | 3418.36 | 3779.57 | 4573.48 | 6008.16 |
| 归属母公司股东权益 | 7542.94 | 7913.08 | 8707.00 | 10141.68 |
| 少数股东权益 | 1004.34 | 1000.74 | 997.14 | 993.54 |
| 股东权益合计 | 8547.28 | 8913.82 | 9704.13 | 11135.21 |
| 负债和股东权益合计 | 16950.26 | 14571.41 | 16607.61 | 19240.33 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| EBITDA | 1956.58 | 772.13 | 1220.99 | 1906.83 |
| PE | 119.26 | 326.41 | 148.50 | 82.18 |
| PB | 13.79 | 13.23 | 12.15 | 10.59 |
| PS | 13.83 | 11.53 | 8.60 | 6.77 |
| EV/EBITDA | 57.88 | 146.82 | 91.73 | 57.76 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

| | | | | |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 存货周转率 | 13.95 | 8.80 | 8.34 | 8.13 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 100.90% | — | — | — |
| 资本结构 | | | | |
| 资产负债率 | 49.57% | 38.83% | 41.57% | 42.13% |
| 带息债务/总负债 | 28.27% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 1.10 | 1.30 | 1.43 | 1.60 |
| 速动比率 | 1.05 | 1.19 | 1.31 | 1.48 |
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益 | 0.30 | 0.11 | 0.24 | 0.44 |
| 每股净资产 | 2.61 | 2.73 | 2.97 | 3.40 |
| 每股经营现金 | 0.49 | -0.13 | 0.00 | 0.00 |

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售总助 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafli@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。