

云原生管理软件龙头，YonBIP 引领企业数字化创新



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 公司是国内 ERP 软件领军企业，朝着商业创新平台和云 ERP 方向升级。用友自成立以来一直专注于企业管理软件领域，超过 30 年的行业经验和产品技术积累，已经得到众多头部企业客户的长期认可。公司进入 3.0-II 阶段以来，陆续推出 YonBIP 产品、NCCloud 等重磅产品，进入全新的云原生阶段。用友以 YonBIP 商业创新平台赋能企业数字化升级和产业互联，面向客户做价值交付，业务范畴也从狭义的 ERP 领域向企业、集团和产业数字化升级的底座平台升级，潜在市场空间有望进一步释放。
- 产品和生态体系层次分明，头部企业市场优势不断强化。公司面向大型客户推出 YonBIP 商业创新级产品和 NCC 云 ERP 产品，已经在烟草、钢铁、金融、航空航天、铁路、农业等多个重要行业实现核心标杆客户落地，继续强化公司在大型头部企业市场的优势地位；在中型和成长型企业市场，YonSuite 和 U9C、U8C 产品充分发挥云原生产品优势，以灵活定制、快速部署、简便易用等特点，逐渐获得更多的制造业行业客户认可。而且，用友积极建立和强化生态体系，借助生态伙伴的力量去完善实施交付流程，实现资源的有效聚焦和服务效率的提升。
- 国内企业数字化升级带来增量需求，信创浪潮驱动行业格局重塑，国产软件龙头崛起。海外 ToB 软件厂商的决策和研发体系并非以国内市场为核心，对于国内企业数字化需求的响应不及时，对政策和国内行业趋势的理解也存在一定的滞后性，而且信创战略也在有序推进中，这都给予国内软件企业历史性的发展机遇。用友作为国产管理软件和云服务龙头，技术和产品能力不断赶超海外龙头企业，有望成为国内企业数字化升级浪潮中的最大受益者。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 101.25 亿、128.13 亿、156.13 亿元，EPS 分别为 0.39、0.49、0.60 元。由于公司积极推进云转型的原因，我们选取云软件核心龙头标的作为可比公司，认为目前公司的合理估值水平为 2021 年的 15.15 倍 PS，对应目标价为 46.90 元，首次给予买入评级。

风险提示

宏观经济不及预期，云化进度不及预期，行业竞争加剧

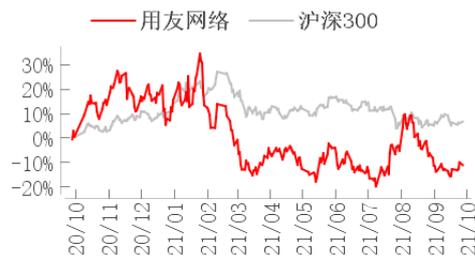
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,510	8,525	10,125	12,813	15,613
同比增长(%)	10.5%	0.2%	18.8%	26.5%	21.9%
营业利润(百万元)	1,405	1,121	1,373	1,712	2,093
同比增长(%)	48.9%	-20.2%	22.5%	24.7%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,183	989	1,285	1,598	1,954
同比增长(%)	93.3%	-16.4%	30.0%	24.4%	22.3%
每股收益(元)	0.36	0.30	0.39	0.49	0.60
毛利率(%)	65.4%	61.0%	65.1%	63.7%	62.0%
净利率(%)	13.9%	11.6%	12.7%	12.5%	12.5%
净资产收益率(%)	17.2%	13.4%	16.1%	17.3%	17.8%
市盈率	92.8	111.1	85.5	68.7	56.2
市净率	15.3	14.6	13.0	11.0	9.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年09月27日)	33.58元
目标价格	46.90元
52周最高价/最低价	51.49/29.52元
总股本/流通A股(万股)	327,053/324,096
A股市值(百万元)	109,824
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年09月27日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.94	-5.03	2.53	-11.05
相对表现	1.55	-0.25	19.93	-15.17
沪深300	0.39	-4.78	-17.4	4.12



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

证券分析师 徐宝龙
021-63325888*7900
xubaolong@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070004

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一. 深耕企业数字化管理领域，云原生战略升级	5
1.1 发展历程：从 ERP 向企业数字化创新平台升级	5
1.2 财务分析：利润重回高增速区间，下游占款有效改善	8
1.3 股权结构稳定，管理层具有深厚的行业资历	10
二. 云原生+信创驱动，行业格局有望重塑	11
2.1 数字化转型升级成为企业刚需，从成本视角转向价值维度	11
2.2 云原生是软件产品结构、交付形式的又一次升级	13
2.3 云原生和信创机遇之下，行业格局有望重塑	15
三. 产品层次分明，聚焦企业数字化核心需求	17
3.1 聚焦大型企业数字化，YonBIP 领衔商业创新和产业互联	17
3.2 中型和小型企业市场竞争力提升，云原生产品焕发活力	22
3.3 生态体系建设推进，有望实现核心资源聚焦和效率提升	24
盈利预测与投资建议	26
盈利预测	26
投资建议	27
风险提示	28

图表目录

图 1: 公司 2001-2020 营收复合增速 17.6%.....	5
图 2: 用友正在经历战略升级	6
图 3: 用友云产品分类及商业模式	6
图 4: 用友基于云原生的产品和中台体系	7
图 5: 用友战略生态伙伴“力合”计划.....	7
图 6: 扣非净利润在 2016 年之后重回增长趋势.....	8
图 7: 公司营业成本(收入占比)、期间费用率的变化情况.....	8
图 8: 研发支出、研发营收占比、研发支出资本化比例变化情况.....	8
图 9: 公司经营现金流长期处于健康水平	9
图 10: 进入 3.0 阶段以来, 上下游占款情况明显改善.....	9
图 11: 人员总数、人均创收均呈现上升趋势	10
图 12: 公司员工结构(2020 年报)	10
图 13: 全国规模以上工业企业利润(百亿元).....	11
图 14: 大、中、小型企业营收规模(规模以上企业, 千亿).....	11
图 15: 制造业 PMI 指数, 在荣枯线(PMI=50%)附近	11
图 16: 人工薪酬成本逐渐提升	11
图 17: 数字化升级引导企业价值体系优化、创新和重构	12
图 18: 双良集团节能管理系统	13
图 19: 在数字化基础上, 双良提出“合同能源管理”机制	13
图 20: 软件技术从非虚拟化—虚拟化—云原生的发展历程	13
图 21: 云原生要素	14
图 22: 云原生技术热度持续提升(蓝色线段表示).....	14
图 23: 工商银行的微服务体系架构	14
图 24: 国内企业在生产、运营等核心环节的云化和智能化程度较低	15
图 25: 政府和大型企业上云率预测	15
图 26: 国内 ERP 市场规模及增速.....	15
图 27: SAP 在全球 ERP 市场份额领先.....	16
图 28: 国内高端 ERP 市场份额(2020).....	16
图 29: SAP 在亚太地区(去除日本市场)收入增速近 2 年放缓	16
图 30: SAP 云业务收入及营收占比	16
图 31: 海外 To B 软件供应商在亚太地区收入占其总营收的比重普遍较低	17
图 32: 企业数字化进入赋能商业创新阶段, 是 BIP 的核心使命	18
图 33: YonBIP 产品架构	18

图 34: 用友云平台 iuap	19
图 35: YonBIP 作为大型企业集团管理和业务运营支撑平台	20
图 36: YonBIP 作为产业互联网运营平台	20
图 37: YonBIP 已经积累了重要头部企业客户案例和战略合作伙伴.....	20
图 38: 用友 NC Cloud 产品架构示意图.....	21
图 39: 用友 NC Cloud 的 6 大特点.....	21
图 40: 大型企业市场占用友软件及云业务的比重最高.....	22
图 41: 大型企业市场也是云化比例较高的领域	22
图 42: 用友的 YonSuite 基于云原生架构全新设计	23
图 43: 用友 U8Cloud 产品架构.....	23
图 44: U9C 的六大特点.....	24
图 45: U9C 上线更快, 操作易上手	24
图 46: U9C 更适合高端制造数智化需求	24
图 47: 用友为生态伙伴提供的各个维度的价值和支撑.....	25
表 1: 公司前十大股东(截至 2021H1).....	10
表 2: YonBIP 部分客户案例	21
表 3: 用友生态伙伴体系	25
表 4: 可比公司估值比较 (估值日期 2021/09/26)	27

一、深耕企业数字化管理领域，云原生战略升级

1.1 发展历程：从 ERP 向企业数字化创新平台升级

用友成立于 1988 年，于 2001 年上市，2001-2020 收入年均复合增速为 17.6%，营收规模从上市初期的 3 亿元成长为 2020 年 85 亿营收规模，是国内为数不多的朝着百亿营收规模迈进的软件和云服务企业，技术和产品体系逐渐发展为具备全球领先的竞争力和影响力。

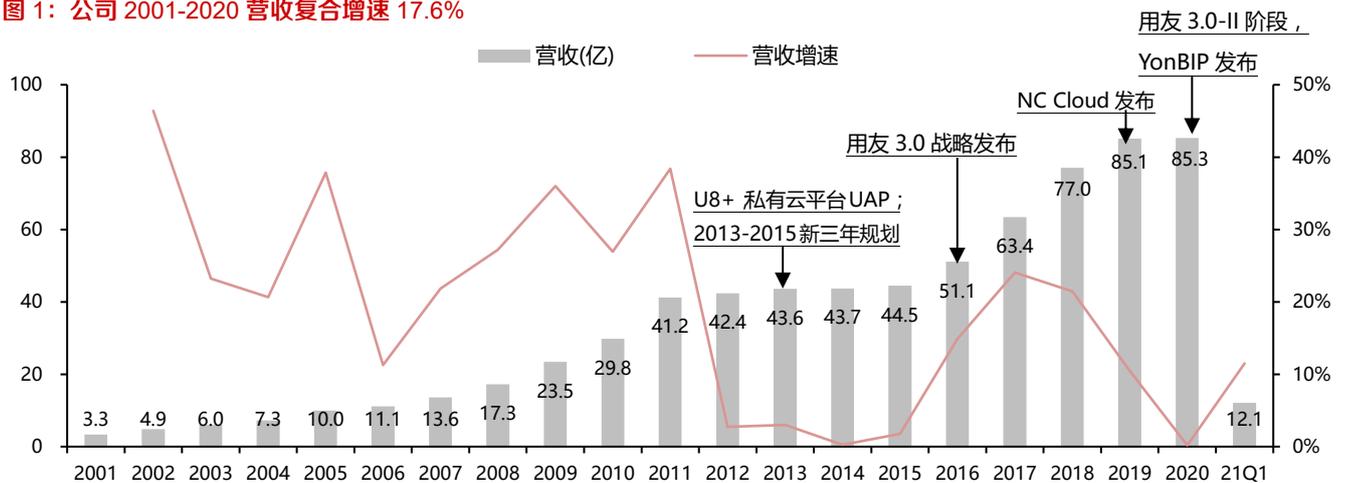
公司的发展历程可分为 3 个阶段：

1) 用友 1.0 时代(1998 之前，财务软件时代)：公司尚未上市，主要业务领域是财务会计软件。

2) 用友 2.0 时代(1998-2015，ERP 软件时代)：公司通过自研、并购整合的方式，形成了覆盖大中小企业全场景管理需求的产品体系，在此期间陆续发布 NC、U8 等多个版本的 ERP 产品。自 2001 年上市至 2011 年的 10 年间，公司收入复合增速达到 28.6%，市场份额实现国内领先。2012 年，用友发布 U8+，实现从 ERP 到“软件+云服务”的跨越，私有云应用平台 UAP 也在持续创新，公司进入云转型的探索期。2012-2015 年，营收增速放缓，但是结构性的变革在持续推进，为 3.0 时代更彻底的云转型升级积累了坚实基础。

3) 用友 3.0 时代 (2016-至今，云+用户价值交付时代)：2016 年，用友 3.0 战略正式发布，聚焦“软件、云服务、金融”三大业务，把云业务分为云平台、领域云、行业云、畅捷通云等大类。公司陆续发布 U8 Cloud、NC Cloud、Yonsuite 等云 ERP 产品，产品体系的云化升级有效支撑了业绩增长。2016-2019，公司营收从 50 亿增长至 85 亿规模，年均复合增速达到 18.5%。

图 1：公司 2001-2020 营收复合增速 17.6%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

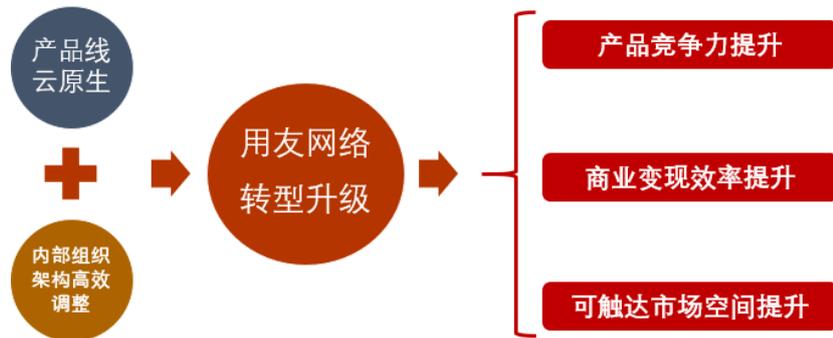
3.0-II 战略阶段：2020 年，公司发布平台级产品——商业创新平台 YonBIP，业务范畴从 ERP 领域向企业和集团数字化互联平台迈进，更加紧密地支撑和联接企业的价值创造和转型升级过程。从此，公司开始进入 3.0-II 战略阶段。

深耕企业管理和创新数字化领域，厚积薄发推动产品、技术、组织架构革新，迎接时代机遇。在 30 余年的 ERP 软件和云服务的深耕过程中，公司在行业经验、实施交付体系、技术研发体系等内外多层次形成了深厚的积累，在与行业核心企业客户长期合作和交流过程中，也形成了较强的客户认

证壁垒。这些积累，是公司得以抓住云原生、信创时代机遇，在产品技术和组织架构层面进行全面变革升级的基础。

我们认为，**2021 年是用友战略升级的关键节点**：一方面是产品全系列云原生升级，同时公司自身的组织架构做了高效调整，以配合新产品的推广和进一步优化。整体效果来看，公司有望迎来产品竞争力、商业变现效率、可触达市场规模的全方位提升。

图 2：用友正在经历战略升级



数据来源：东方证券研究所

1) 从产品层面来看，用友新一代商业创新平台、新一代云原生 ERP 产品已经逐渐成熟，形成对大中小多层次企业客户需求的有效覆盖。

目前，用友已经形成面向大-中-小多层次企业客户群体的云原生产品体系，产品部署模式包括公有云、私有云等多种方式。其中，YonBIP 和 NCC 面向大型企业客户市场，Yonsuite 和 U8C 面向中型企业客户，而 T+Cloud、好会计等产品则面向小型企业客户。

图 3：用友云产品分类及商业模式

用友云产品分类及商业模式

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

数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司加快了统一技术平台 iuap 研发，发布了低代码开发平台 YonBuilder、连接平台 YonLinker、AloT 智能物联网平台等产品。精智工业互联网平台发布了四大核心能力：制造中台、AloT、精智工业大脑、标识解析；用友围绕 YonBIP 建立了“PaaS+SaaS+生态”模式，建立了 ISV 全生命周期服务流程，实现在线商城入驻、融合集成、原生开发、领域 OEM 产品、行业 OEM 产品、APILink 融合等六类 ISV 合作模式，同时开展与行业领先企业建立 ISV 被集成模式，形成更具竞争力的行业解决方案。

图 4：用友基于云原生的产品和中台体系



数据来源：公司官网，东方证券研究所

2) 从组织架构来看，公司以大中小企业客户需求为导向，进行了积极有效的组织架构调整：一方面形成了对头部大型企业客户的紧密覆盖和全流程服务体系，另一方面则通过外部生态伙伴体系降低自身的交付和实施成本，从而实现技术的有效复用、市场深度聚焦，提升服务能力和交付效率。

在聚焦头部客户市场方面：按照行业、指名客户建立 ABU 专属经营组织，做深客户，做专行业。推出“全程服务模式”，根据客户在不同阶段所遇到的信息化管理问题，提供针对性地专业服务，包括经营诊断、在线服务、远程服务、现场服务、培训服务、咨询服务、驻场服务等客户定制化服务，提升客户价值与满意度。

在生态伙伴体系建设方面：2021 年，用友发布针对战略伙伴的力合计划，将基于 YonBIP 打造“用友+伙伴+客户+政府”多方共赢的、企业服务领域最具价值的生态体系。

图 5：用友战略生态伙伴“力合”计划



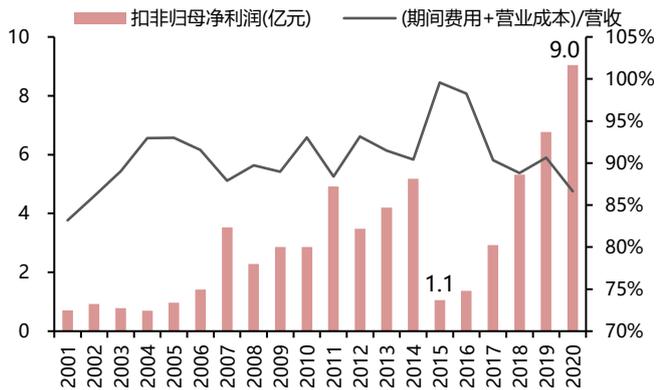
数据来源：公司官网，东方证券研究所

我们认为，随着公司内部组织架构调整、新一代产品体系逐渐成熟、外部生态伙伴体系完善，公司有望在 3.0-II 战略阶段实现综合实力的全方位升级，成为国内企业数字化升级浪潮的引领者。

1.2 财务分析：利润重回高速增长区间，下游占款有效改善

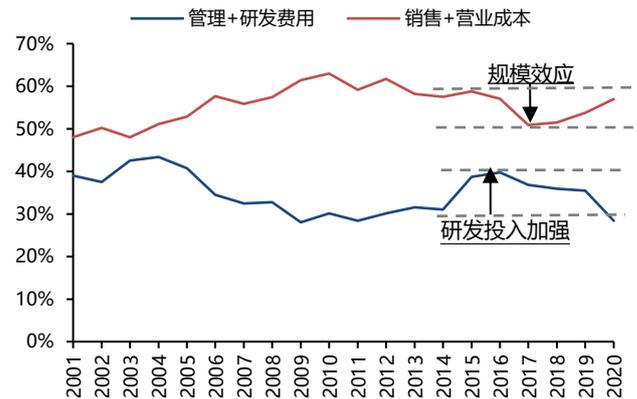
进入 3.0 阶段以来，公司利润重回高速增长区间。公司扣非净利润在 2015-2020 年的复合增速为 53.5%，2020 年全年扣非净利润达到 9 亿规模(同期归母净利润为 9.9 亿)，重回利润高速增长阶段。从成本和费用角度，2015-2019 年的研发+管理费用较之前有较明显提升，而销售+营业成本的收入比重则较之前有所降低。由于公司产品体系在 2015 年之后有了新一轮的升级，因此对于技术和研发资源投入有所加强，而规模效应则主要体现为销售+营业成本收入占比的降低。

图 6：扣非净利润在 2016 年之后重回增长趋势



数据来源：wind，东方证券研究所

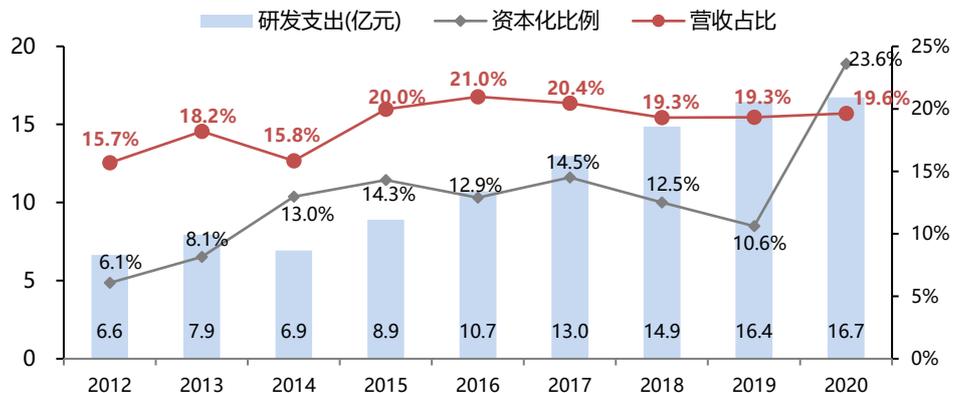
图 7：公司营业成本(收入占比)、期间费用率的变化情况



数据来源：wind，东方证券研究所

自 2015 年之后，公司研发支出占当期收入的比重一直维持在 19%~21% 的区间，较之前有 4~5 个百分点的提升，有效支撑了公司在 3.0 阶段战略升级。研发支出资本化比例在 2014~2018 年达到 12%~15% 的区间，也相较之前有明显提升，我们认为这是公司几年来的技术研发成功持续积累和有效转化的过程，是 NC Cloud(2018 年发布)、Yonsuite(2019 年发布)等重磅产品顺利问世的关键。而在 2020 年，公司研发支出资本化比例达到了 23%，有望有效支撑用友 3.0-II 阶段的产品体系。

图 8：研发支出、研发营收占比、研发支出资本化比例变化情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司经营现金流长期维持健康水平，而且云化有助于提升现金流充裕度。自 2001 年上市以来，公司经营净现金流始终为正，销售商品、提供劳务收到的现金也持续高于营收规模；经营现金流/净

利润比重也基本处于健康范围，特别是在 2016 年公司进入 3.0 阶段之后，云化产品的推广直接提升了现金流/净利润的比值。

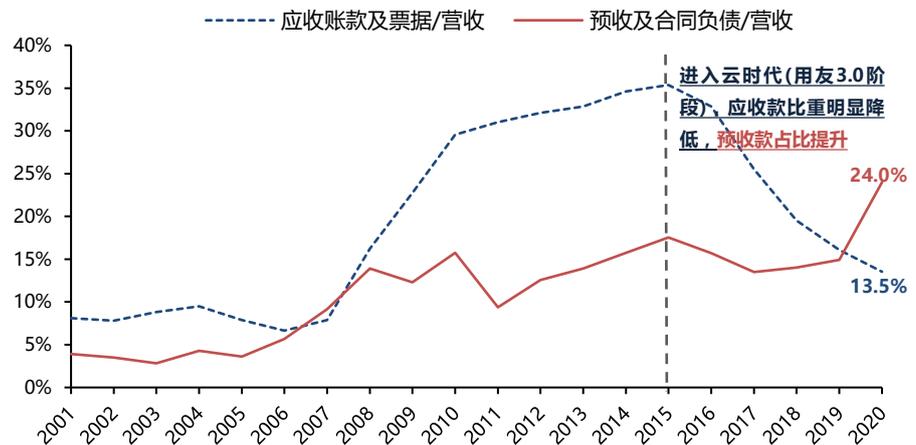
图 9：公司经营现金流长期处于健康水平



数据来源：wind，东方证券研究所

公司产品和技术体系的云化升级，也明显改善了客户占款情况。2008-2015 年，应收款的营收占比持续提升，在 2015 年已经达到 35%，这一阶段公司产品以本地部署软件为主，而且是公司处于云化探索期，因此来自客户的占款较多。而在 2016 年以来，公司进入“用友 3.0 战略”阶段，产品云化顺利推进，一方面有助于支撑预收账款来源，一方面提升了交付效率，因此应收款占比持续降低，而预收款占比提升。2020 年，在客户企业经营收到疫情冲击的背景下，用友的应收款营收占比降低至 13.5%，而预收款营收占比提升至 24%的水平。我们认为，随着公司 YonBIP 商业创新平台在价值交付方面得到更多客户的认可，公司的账款压力有望持续改善，从而降低运营资金负担，维持资金流转和业务开展的良性循环。

图 10：进入 3.0 阶段以来，上下游占款情况明显改善

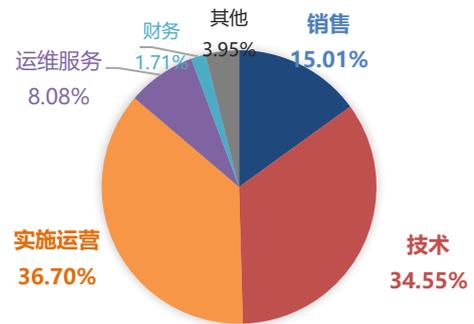


数据来源：wind，东方证券研究所

员工总数和人均创收均保持增长趋势。2001 年，用友员工数量 2218 人，人均收入 15 万元。随着公司业务规模不断扩大，员工数量也在持续增长，至 2020 年底已经达到 1.8 万人，人均营收规模达到 47 万元。整体来看，2001-2020 的 20 年间，公司营收规模扩大了 24.6 倍，其中人员数量扩大了 7.15 倍，人均营收扩大了 2.14 倍。我们认为，随着公司产品化程度提升、云原生产品交付效率提升、生态伙伴实施交付体系的完善，公司人效在未来有望持续提升。

图 11: 人员总数、人均创收均呈现上升趋势


数据来源: wind, 东方证券研究所

图 12: 公司员工结构(2020 年报)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

技术、实施、销售人员是团队主力，支撑业务开展和客户对接。从员工结构来看，实施、技术、销售 3 类员工数量最多，分别占员工总数 36.7%、34.6%、15.0%，我们认为这与公司业务属性有关，由于用友主营聚焦在大中企业管理软件，对于定制化部署和交付效率、持续研发和创新能力、行业相关的营销对接能力这 3 个方面有较高要求，也是维持团队市场竞争力的关键。我们认为，未来公司仍将以较大规模的技术、销售人才团队来支撑市场拓展和客户关系维系，而面向中小客户的实施运营则可能部分由生态伙伴承担，进一步优化人员结构，形成对业绩的有力支撑。

1.3 股权结构稳定，管理层具有深厚的行业资历

公司股权结构稳定，核心管理层具有深厚的行业资历。截至 2021H1，公司第一大股东是用友科技，持股比例 28.17%，实际控制人是董事长王文京先生。王文京先生于 1988 年与苏启强先生共同出资创建用友软件服务社，是公司核心创始人，在企业管理软件领域深耕 30 余年，具备深厚的行业资历和企业管理经验。

表 1: 公司前十大股东(截至 2021H1)

序号	股东	持股比例
1	北京用友科技有限公司	28.17%
2	上海用友科技咨询有限公司	11.99%
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	4.17%
4	上海益倍管理咨询有限公司	3.92%
5	葛卫东	3.52%
6	北京用友企业管理研究所有限公司	3.13%
7	共青城优富投资管理合伙企业(有限合伙)	2.44%
8	刘世强	2.30%
9	上海合道资产管理有限公司-合道科创 1 期私募证券投资基金	1.65%
10	中国证券金融股份有限公司	1.52%
	合计	62.81%

数据来源: wind, 东方证券研究所

二. 云原生+信创驱动，行业格局有望重塑

2.1 数字化转型升级成为企业刚需，从成本视角转向价值维度

企业整体利润增速放缓，降本增效需求旺盛。2020年，我国规模以上(主营2000万元及以上)工业企业利润达到6.45万亿元，而这一数字在2001年仅为4700亿元，20年间增长超过12倍。整体来看，近年来外部国际贸易环境、疫情等因素对经济增长带来一定负面作用，而产业结构性的转移和调整，也在一定程度导致企业利润增速有望放缓。在整体增速放缓的大背景下，企业的战略重心也从追求增速改为精细化运作和效率的提升，尤其在人力资源、能耗指标、环保需求等多重压力下，降本增效成为企业群体改善生存处境、适应时代趋势的必要选择。

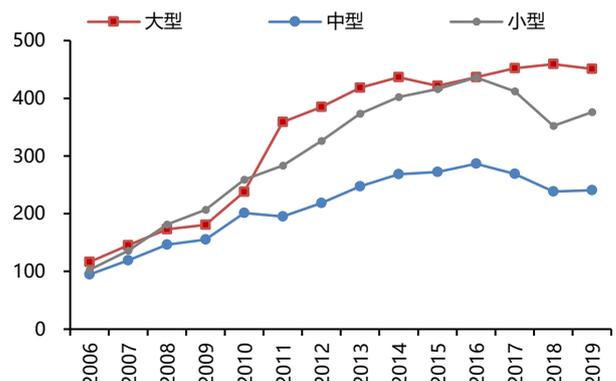
从内部结构来看，大中小型企业差距逐渐扩大。大型企业和小型企业群体的营收规模较大，明显超过中型企业群体，这一差距主要是在2008年之后形成，而且在近年来有拉大的趋势。企业群体整体的收入结构呈现两端大、中间小的形状，表明企业规模的两极分化程度提升，中型企业或者升级为大型企业从而占据更为有利的产业地位，或者在市场竞争过程中规模缩小。

图 13: 全国规模以上工业企业利润(百亿元)



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

图 14: 大、中、小型企业营收规模(规模以上企业, 千亿)



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

大、中、小型企业群体的景气度存在分化，大型企业景气度较高。据统计，小型制造业 PMI 指数持续在荣枯线(PMI=50%)以下，而中型制造企业基本徘徊在荣枯线附近，大型制造业基本持续在荣枯线水平以上，直接反映了不同规模和体量的企业在面临外部环境压力的景气度情况。

图 15: 制造业 PMI 指数，在荣枯线(PMI=50%)附近

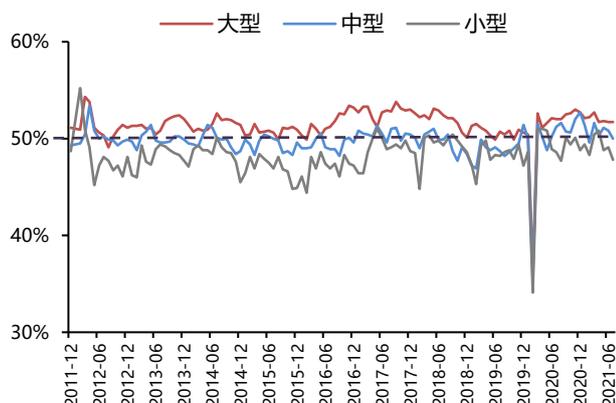


图 16: 人工薪酬成本逐渐提升



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

用工成本提升也一定程度给企业利润空间带来一定压力。2000年至2020年，城镇单位就业人员平均薪酬从0.9万元提升至9.7万元。而且随着人口年龄结构、知识水平结构和变化，以及在互联网企业等新兴服务业对于传统薪酬体系的冲击的背景下，传统制造业在人力成本和人力资源方面的压力也在提升。

数字化升级已经成为社会共识。2020年8月21日，国务院国资委印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，就推动国有企业数字化转型做出全面部署，明确提出“新一轮科技革命和产业变革正在迅猛发展，全球经济正处在一个前所未有的变轨期。国有企业需充分发挥国有经济主导作用，主动把握和引领新一代信息技术变革趋势，引领和带动我国经济在这轮转型变革中占据国际竞争制高点。”

图 17：数字化升级引导企业价值体系优化、创新和重构



数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，东方证券研究所

企业自身对于数字化的认知从成本视角逐渐向价值视角转化。过去，传统企业对于数字化仅停留在必要的功能层面，是从成本视角进行的考量。而随着外部环境变化和国家政策的导向，企业对于数字化升级的主动性在不断强化，数字化过程和核心业务的联接深度也在增强。从业务角度，传统企业过去的管理决策和业务模式主要基于低频、非全域的数据汇集，而且以人力形式为主，商业模式和管理效率难以适应数字化经济时代的发展趋势，数字化转型升级也成为传统企业变革商业模式、重塑管理流程的关键机遇。

以双良集团为例，公司成立于1982年，以节能环保装备制造产业为核心，集清洁能源集中供热产业、水环境治理产业、碳基生物有机肥产业、化工新材料产业于一体。近年来，公司积极进行数字化转型，在提高了实时监测调节设备和系统的同时，也产生了新型的业务模式。依托物联网和云平台，公司把现场服务与远程诊断相结合，实现了远程监控、云端备份、远程专家诊断、预知式提醒和大数据分析五大智能化服务，可实时对设备运行状态进行监控，只需通过手机就可随时随地了解设备状况，节省了管理成本和精力投入。在技术基础之上，双良集团也提出了合同能源管理（Energy Performance Contracting）机制，实现了商业模式的升级革新。

图 18：双良集团节能管理系统



数据来源：双良集团官网，东方证券研究所

图 19：在数字化基础上，双良提出“合同能源管理”机制

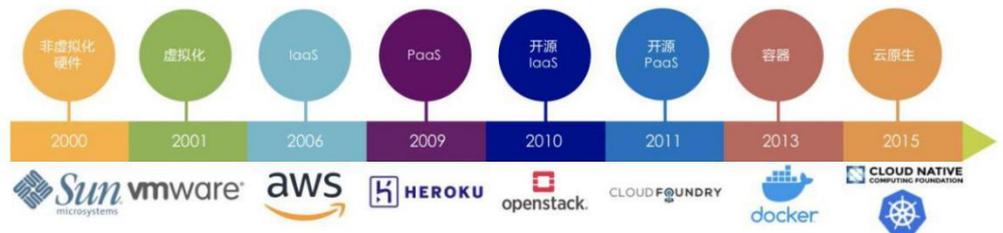


数据来源：双良集团官网，东方证券研究所

2.2 云原生是软件产品结构、交付形式的又一次升级

从具体技术的发展历程来看，软件技术经历了非虚拟化—虚拟化—云原生的历程。虚拟化最早用于 IBM 大型机的资源配置，以节约当时高昂的计算资源。1999 年，Vmware 公司推出针对 x86 平台的虚拟化软件 VMware Workstation，自此 VMware 成为重要的虚拟化公司。另外，KVM、Xen、ESXI 也成为重要的企业级虚拟化工具。虚拟化的本质，可以通俗理解为通过软件虚拟出多个硬件，对物理资源实现重用和隔离，这使得构建高效、统一的基础算力资源池成为可能，直接催生了云计算产业的诞生和发展。但是，由于需要为创建的每一个虚拟机搭配一个操作系统，限制了虚拟机的数量和效率，也导致了创建和销毁虚拟机的速度较慢。为了获得更高的灵活性、提升资源利用率，容器、微服务的技术在 2013~2015 年间开始迅速推广，从而直接进入云原生(Cloud native)时代。

图 20：软件技术从非虚拟化—虚拟化—云原生发展历程



数据来源：Cloud Native Computing Foundation，东方证券研究所

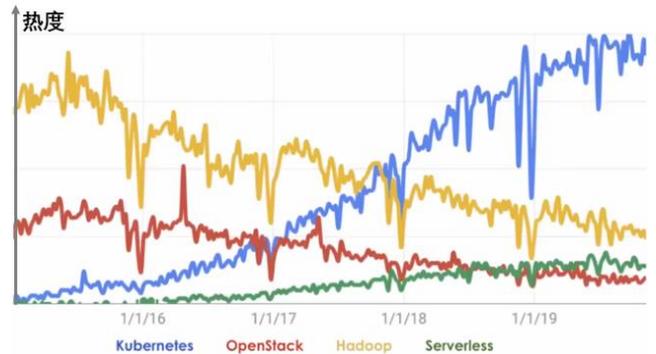
云原生是一类技术的统称，云原生的要素是：微服务、容器、DevOps。云原生相关技术的出发点是直接在云资源上开发和部署应用，以提升灵活性、资源利用效率、开发部署的效率为目标。云原生相关的技术在发展路径方面并非互相绑定，在时间上也不存在严格的同步关系，而是从不同的角度和层面解决 IT 架构在实践中发现的各类效率低下的问题。部分技术或理念在云计算模式诞生之前就已经出现，经历了长期的发展和迭代，并在云计算时代成为解决效率和灵活性问题的技术基础。云原生是相关的技术要素在实践中不断迭代演化而形成的技术共识。

图 21：云原生要素



数据来源：《Kubernetes 中文指南》，东方证券研究所

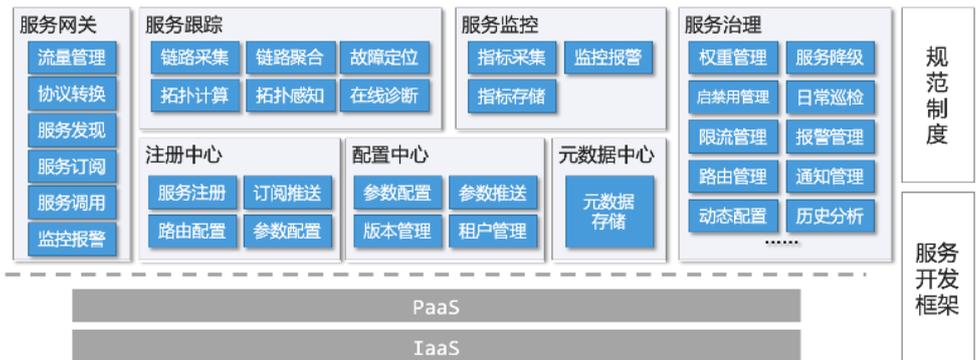
图 22：云原生技术热度持续提升(蓝色线段表示)



数据来源：CNCF，东方证券研究所

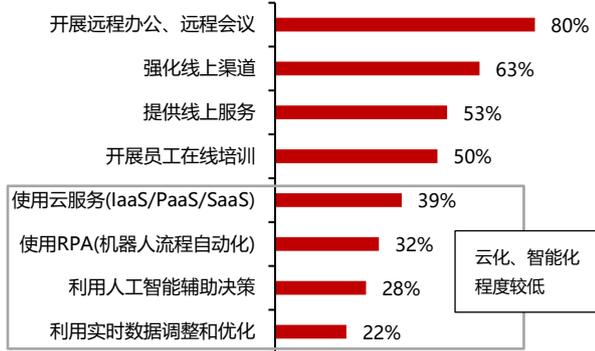
云原生要素已逐渐成为传统行业数字化进程的趋势，而不仅限于互联网行业。例如，工商银行在 2014~2015 年开始基于微服务进行内部架构转型，以支撑业务系统快速服务的组合和复用，并进行迭代和定制化开发。2019 年起，微服务正式成为为工行开放银行平台的关键能力之一。

图 23：工商银行的微服务体系架构

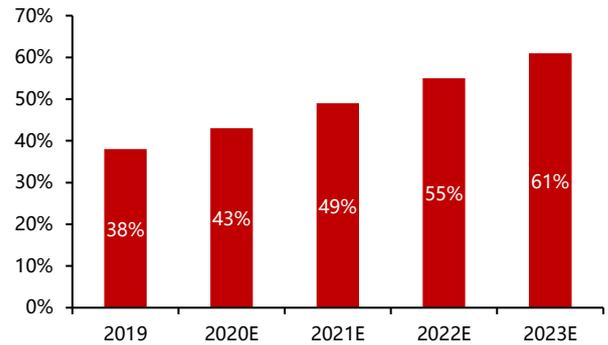


数据来源：Kubernetes 中文社区，东方证券研究所

目前，政企核心经营环节的云化比例仍然较低，为云原生产品提供了广阔的发展空间。据埃森哲统计，仅 39% 的被调研企业认为自己已经采用了云服务，而仅有 22% 的企业认为自己利用实时数据进行调整和优化，由此可见国内企业数字化广度和深度较低。而随着国内云计算产业的发展，这一趋势有望在未来得到改善。据国务院发展研究中心国际技术经济研究所发布的《中国云计算产业发展白皮书》预测，至 2023 年，我国政府和大型企业上云率将超过 60%。

图 24：国内企业在生产、运营等核心环节的云化和智能化程度较低


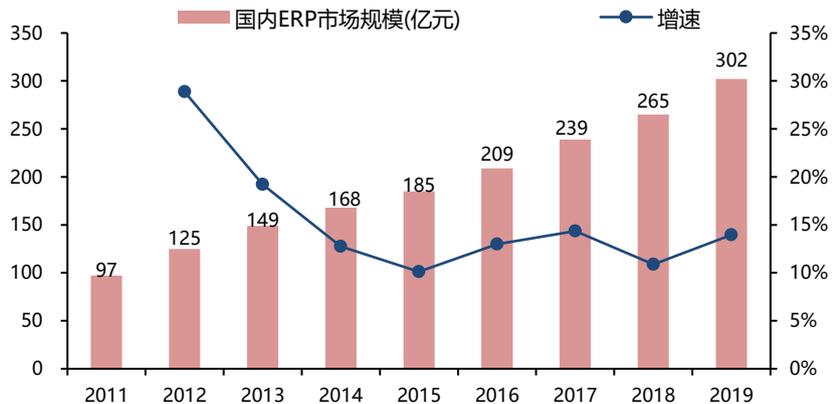
数据来源：埃森哲，东方证券研究所

图 25：政府和大型企业上云率预测


数据来源：国务院发展研究中心，东方证券研究所

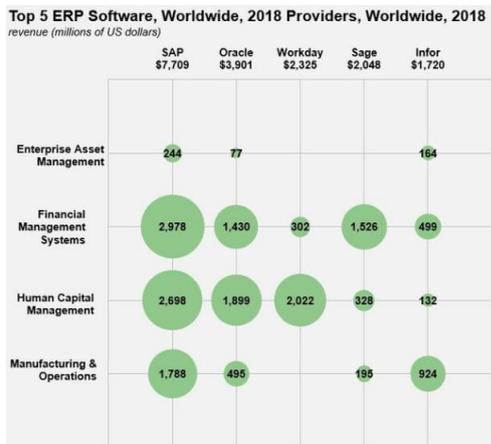
2.3 云原生和信创机遇之下，行业格局有望重塑

国内 ERP 市场整体增速较高，而且增速有上升趋势，主要源于数字化升级带来的增量需求释放。整体来看，国内传统企业数字化程度在过去长期处于较低水平，而且尚未得到企业战略层面的重视。在互联网和云时代，数据在企业战略制定、市场决策、服务客户方面的重要性日益提升，从 C 端产生的海量丰富的数据场景，向上倒逼 B 端企业进行数字化转型。尤其在 2020 疫情之后，线下的利益路径受到较强的冲击，传统企业只能通过数字化的方式去赋能业务开展，这对于企业数字化平台的灵活度和效率提出了更高的要求，企业数字化软件和云服务未来有望迎来高景气发展期。

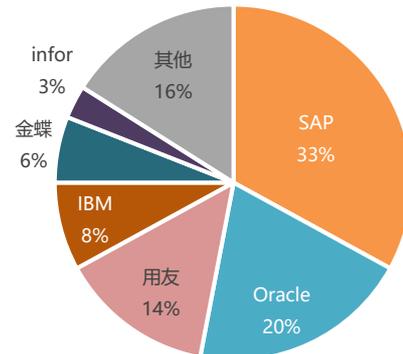
图 26：国内 ERP 市场规模及增速


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

目前，海外头部企业仍然占据一定的市场份额，特别是在高端 ERP 领域。从全球市场来看，SAP 在财务管理、人力资源管理、制造流程管理、企业资产管理等重要模块和子领域，均处于全球 ERP 市场领先地位。过去，国内 ERP 市场以 SAP、IBM、Oracle 等传统老牌海外厂商为主，在技术水平、产品成熟度、客户口碑方面，海外品牌曾经一度占据较强的优势地位。而在国内高端 ERP 市场领域，SAP、Oracle、IBM 仍然占据行业份额 top1/top2/top4 的位置，3 家外企合计占据国内高端 ERP 的 61% 市场份额，而两大头部国产厂商——用友、金蝶则分别占据 14% 和 6% 的市场份额，处于 top3 和 top5 的行业地位。

图 27: SAP 在全球 ERP 市场份额领先


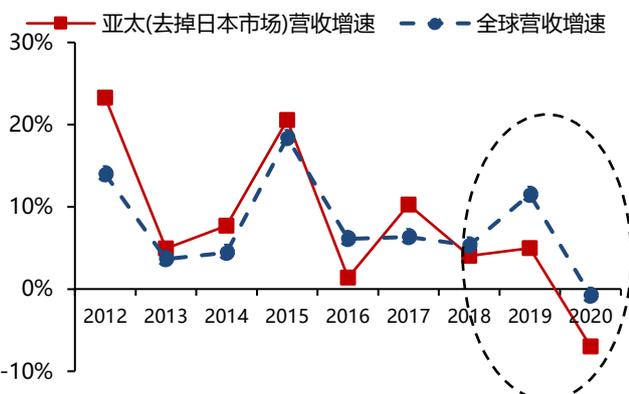
数据来源: Gartner, 东方证券研究所

图 28: 国内高端 ERP 市场份额(2020)


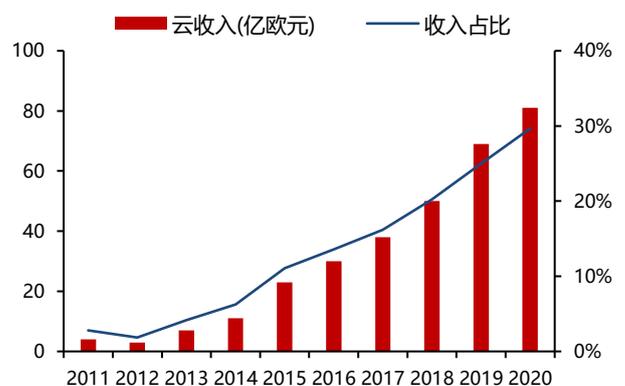
数据来源: 前瞻产业研究院, 东方证券研究所

SAP 在亚太地区的收入增速近 2 年来弱于全球市场。虽然 SAP 是全球 ERP 头部厂商,但在亚太地区的收入增速近 2 年逐渐放缓,而且低于 SAP 在全球市场的整体增速。在疫情影响的 2020 年, SAP 亚太地区(剔除日本市场数据)的营收同比减少了 7%。我们认为,这与 SAP 主要聚焦在欧美市场有关,亚太市场(剔除日本市场数据之后)仅占 SAP 全球收入比重的 10%,因此可能在资源对接、技术支撑方面相比其他市场区域并不占优势。而且,亚太地区的 IT 环境和发展节奏,也和欧美市场存在一定的差别,因此主要针对欧美市场环境和技术路线开发的版本并不一定适合亚太市场的普遍情况。

由于产品长期处于成熟稳定状态,而且客户以欧美市场头部企业为主, SAP 产品的云转型进度也处于相对较慢的速度,在 2012 年~2020 年,云收入占比从 2%占比提升至 30%,而相比国内企业来看,用友网络在 2020 年云产品收入比重已经达到 40%,比 SAP 高出 10 个百分点。

图 29: SAP 在亚太地区(去掉日本市场)收入增速近 2 年放缓


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

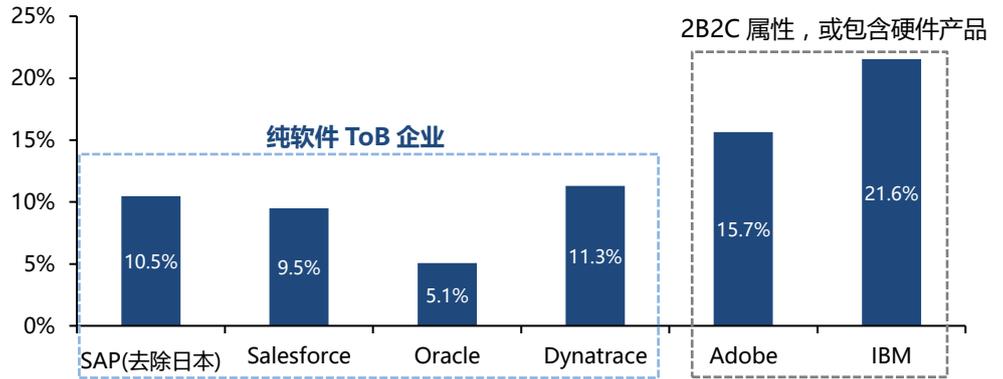
图 30: SAP 云业务收入及营收占比


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

海外头部的 ToB 软件公司在亚太地区的收入比重普遍不高,例如, Oracle 仅 5%的收入来自亚太地区; Salesforce 不到 10%; SAP 在 10%左右(去掉日本市场数据后); IBM 亚太区收入比重达 20%,因为尚有存储、大型机等硬件设备销售。因此,海外 ToB 软件公司整体的研发、市场策略可能并不完全以亚太地区为核心,尤其是亚太地区和欧美市场存在技术代差和技术路线的差异的情况下,可能会将亚太地区的渠道交给本地代理商去做,售后也经由本地代理商进行服务,因此海

外 ToB 软件供应商总部对于亚太地区的客户需求响应可能无法即时满足，也无法在第一时间掌握亚太地区尤其是我们国内市场风格、政策的变化趋势。

图 31：海外 To B 软件供应商在亚太地区收入占其总营收的比重普遍较低



数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，当前国内传统企业数字化市场面临云原生、信创两大因素的驱动，对软件和云服务供应商的技术迭代速度、客户互动紧密度、对本土市场政策和风格的把控都提出了更高的要求，这对于管理决策和研发团队都在本土的国产化厂商是一次历史性机遇，有望在充分满足传统企业数字化带来的增量市场过程中获得更多的份额，甚至在与国内头部企业客户的磨合中取得产品和技术的超越优势。

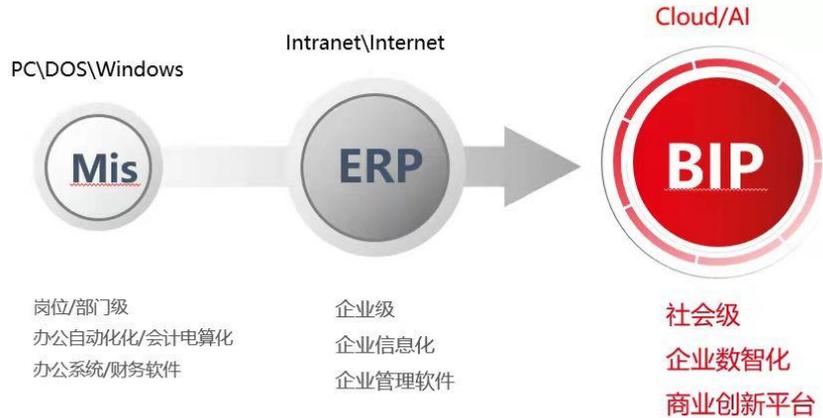
三. 产品层次分明，聚焦企业数字化核心需求

用友云原生产品体系层次分明，从产品模式向平台生态模式升级。NC Cloud 和 YonSuite 是用友分别面向大型企业、成长型企业的新一代云原生产品；YonBIP 是发力产业互联，面向产业协同数字化的云原生平台；用友 iuap 平台则为用户和生态伙伴提供 PaaS 服务，是深化和丰富生态的基础。

3.1 聚焦大型企业数字化，YonBIP 领衔商业创新和产业互联

2020 年，用友发布 YonBIP 平台，标志着用友进入 3.0-II 战略阶段。YonBIP 是用友在数字经济时代面向成长型、大型企业及巨型企业，融合了先进且高可用技术平台和公共与关键商业应用与服务。YonBIP 面向工业企业的智能产品和服务，发力工业互联网，引领用户企业从 ERP 到 BIP 跃进式发展，支撑和运行客户的商业创新（业务创新、管理变革），符合产业数字化的发展趋势。

图 32：企业数字化进入赋能商业创新阶段，是 BIP 的核心使命



数据来源：公司官网，东方证券研究所

在技术基础方面，YonBIP 采用云原生、微服务、中台化、数用分离等全新架构，构建包括技术平台、数据中台、智能中台、应用平台、低代码开发平台及连接平台的 iuap，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服务和金融、能源、建筑、汽车、烟草、财政等行业云服务。YonBIP 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。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，可连接企业产、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。

图 33：YonBIP 产品架构



数据来源：公司官网，东方证券研究所

用友云平台 iuap：提供 PaaS 服务，贯彻中台理念，支撑用友产品和生态建设体系。用友 iuap 云平台为用户及生态伙伴提供 PaaS 服务，基于云原生技术，集容器云、DevOps、服务治理、诊断与运维工具为一体，包含技术平台、数据中台、业务中台、AI 中台 4 大中台产品。

图 34：用友云平台 iuap



数据来源：公司官网，东方证券研究所

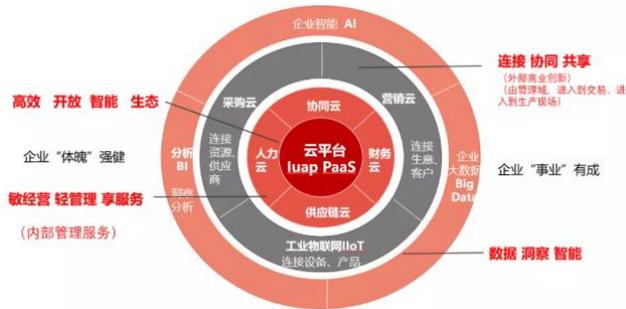
从企业业务支撑角度，YonBIP 是大型企业集团管理和业务运营支撑平台，是打通大型企业内部管理和外部商业创新数智化的一体化运营平台，是数字商业网络的基础设施，是帮助核心企业构建产业链上下游网络的产业互联网运营平台。

从集团管理运营角度，YonBIP 核心功能如下

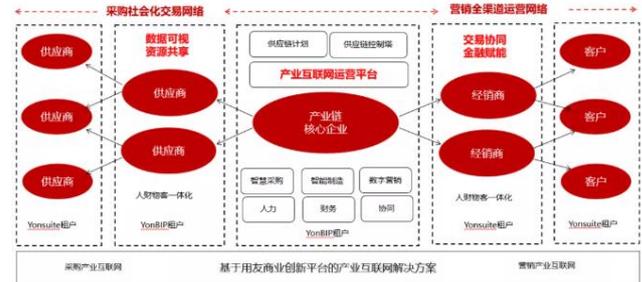
- 1) **管理变革**：实时会计、实时绩效，新业财融合，PDCA 实时管控、赋能业务，控制风险；
- 2) **业务创新**：数智化深度赋能业务场景，新技术改变商业流程，提升各业务环节工作效率；
- 3) **企业运营的数字神经网络**：连接人、财、物、产、供、销，打通外部商业连接到内部资源，实现客户驱动的商业创新。

从产业互联网角度，YonBIP 起到的联接功能如下：

- 1) **交易连接、计划协同**：订单驱动，交易连接、计划协同，金融赋能，提升产业链协作效率，实现产业链共赢；
- 2) **数据可视、资源共享**：建立跨企业的数据标准、授权机制、共享机制、打破企业间信息壁垒；
- 3) **产业链运营**：实现商业驱动的连接、共享、协同，构建高效的社会化商业协作网络。

图 35: YonBIP 作为大型企业集团管理和业务运营支撑平台


数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 36: YonBIP 作为产业互联网运营平台


数据来源：公司官网，东方证券研究所

YonBIP 云生态策略是全生命周期的 ISV 服务和在线运营，建设企业服务产业共创平台。用友云生态的构建模式是基于用友云平台与开发者社区，推动 ISV 创新更多原生开发成果；通过云市场应用商城聚合海量伙伴产品及服务；通过业务运营，聚合广大客户、用户，实现企业服务产业共创平台及 O2O 的商业模式。用友云市场入驻伙伴已突破 7000 家，入驻产品和服务突破 11000 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。

图 37: YonBIP 已经积累了重要头部企业客户案例和战略合作伙伴

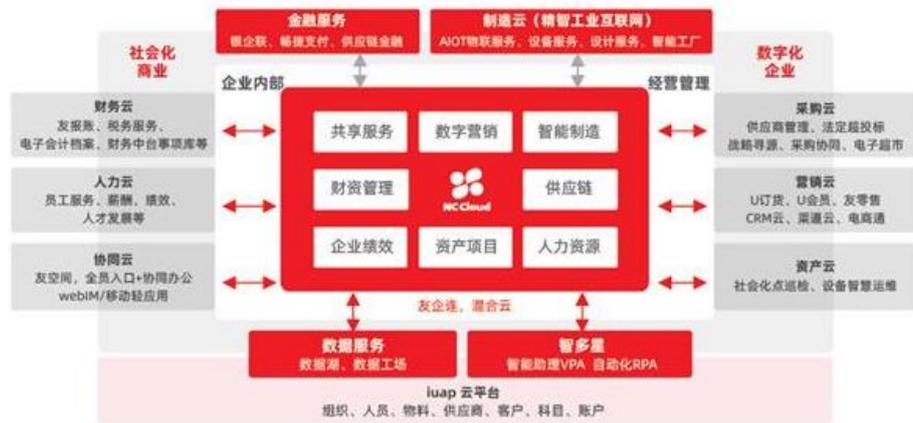

数据来源：公司官网，东方证券研究所

YonBIP 作为集团层面、产业互联层面的平台级产品，其涵盖范围和业务领域已经超出了传统 ERP 软件的范畴，是企业数字化的平台和底座。而与 YonBIP 搭配的大型企业云 ERP 产品，是用友在 2019 年发布的 NCCloud。

NC Cloud: 云原生架构保障大型企业应用的轻量化、场景化和灵活定制化。NCCloud 主要面向大型和超大型企业用户，聚焦数字化管理、数字化经营、数字化商业三大企业数字化转型战略方向。NC Cloud 基于用友 iuap 平台，围绕人、财、物、客 4 大管控对象，帮助企业构建面向社会化商业的工作平台、管理平台、运营平台与生意平台。NC Cloud 结合实际业务场景，设计 VPA 工作助手、RPA 流程机器人，采用“私人定制”工作桌面，支持手机、PAD、PC 多端应用，实现多源数据整合，一键部署数据模型。在行业层面，NC Cloud 为制造业、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，提供数字营销、智能制造、财务共享、数字采购等 18 大解决方案。

图 38：用友 NC Cloud 产品架构示意图



数据来源：公司官网，东方证券研究所

NC Cloud 基于云原生架构，集 AI、多端技术、企业级低代码开发等多种能力。云原生作为底层架构的基础，使 NC Cloud 得以摆脱过去集中式一体化的重型部署和运行模式，具有 6 大特点：轻量化、角色化、场景化、社交化、移动化、智能化，可支持大中型以及超大型集团企业迁移上云(混合云)。

图 39：用友 NC Cloud 的 6 大特点



数据来源：公司官网，东方证券研究所

YonBIP 价值获得主流头部标杆客户认可：YonBIP 发布以来，用友在大型头部企业客户市场不断获得新老客户的合同签约，包括中核集团、神舟软件、中海油信息、中国化工、中国黄金、华侨城集团、中国中药、中建五局、新加坡 SK 珠宝、飞鹤乳业、山东魏桥创业集团、山东港口、龙煤物流等重要客户。而且，也加强了在汽车、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，成功签约宝马中国、福特新能源、中国银行、中国农业发展银行、山西证券、上海烟草、湖北烟草、中国联通、中国电信等多大型企业行业标杆客户。

表 2：YonBIP 部分客户案例

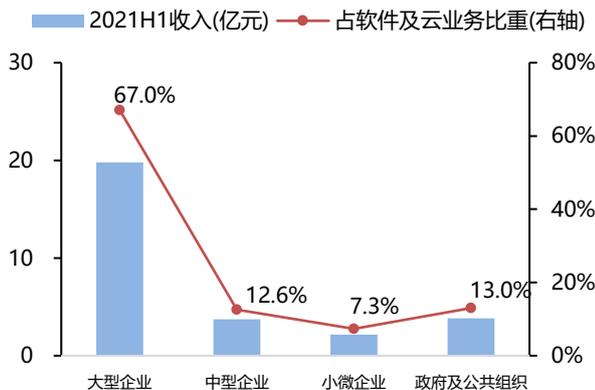
标杆客户	具体内容和进展
------	---------

双良集团	提供了一个统一的信息化应用入口，集成各个应用，满足了多端登入同步，随时随地办公的需求。同时集成了企业内部 HR 系统档案信息，实现用户级权限管控
飞鹤乳业	创新的数字营销管理平台、高效的制造协同平台、可视的物流供应平台、柔性的采购资源整合平台、卓越的集团化管理运营平台
泸州老窖	数字化办公新平台，对接 NC、规范流程、远程沟通、共享文档，提高了工作效率，降低了管理成本，满足泸州老窖对于流程优化，管控优化，办公无纸化需求。
鞍钢集团	支撑鞍钢集团 1000 亿级年采购，帮助鞍钢集团打造符合国家三星认证标准的招采平台，实现了 50000+客商集中、标准、科学的管理，优化了供应商结构
大唐集团	打造“采购、销售”于一体的工业品超市，实现寻源、统一定价，自助式采购

数据来源：公司官网，东方证券研究所

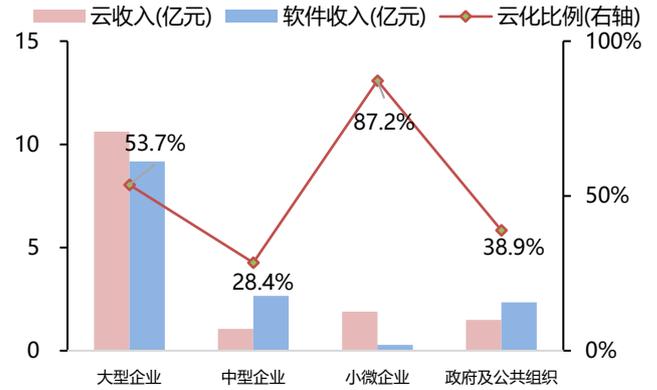
我们认为，大型头部企业是数字化转型升级的主力军和领导者，对于软件和云服务供应商的技术水平、实施交付、运维服务、市场咨询等多个能力维度都有较高的要求，是企业数字化供应商必争的最关键领域，也是具备长期广阔空间的赛道。用友凭借 YonBIP 创新平台和新一代云 ERP 产品已经抓住了大型企业数字化转型的机遇，而且在组织结构方面也进行了战略聚焦，未来有望在大型企业市场获取更多的份额。

图 40：大型企业市场占用友软件及云业务的比重最高



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 41：大型企业市场也是云化比例较高的领域



数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.2 中型和小型企业市场竞争力提升，云原生产品焕发活力

面向成长型企业，用友提供 YonSuite 云服务包，面向中型制造企业提供云 ERP 产品——U9 Cloud、U8 Cloud 和 U8+ 产品套件。

YonSuite 于 2019 年 Q1 上市，基于云原生架构全新设计，快速上线、拎包入住、快速支持业务，为成长型企业提供“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”融合一体功能。YonSuite 基于用友 iuap 云平台开发、开放与运营，建立全面的生态能力。

图 42：用友的 YonSuite 基于云原生架构全新设计



数据来源：公司官网，东方证券研究所

U8 cloud 是用友推出的新一代云 ERP，主要聚焦成长型、创新型企 业，提供企业级云 ERP 整体解决方案，全面支持多组织业务协同、营销创新、智能财务、人力服务，构建产业链制造平台，融合用友云服务，实现企业互联网资源连接、共享、协同，赋能中国成长型企业高速发展、云化创新。U8 Cloud 不同于传统 ERP，是融合了交易、服务、管理于一体的整体解决方案。U8 cloud 集中于企业内部管理管控，管理规范。通过云模式，可实现低成本快速部署。

图 43：用友 U8Cloud 产品架构



数据来源：公司官网，东方证券研究所

U9 Cloud 面向中型制造企业，继承了用友 U9 软件产品应用领先的优势，聚焦中国成长型高精尖制造企业，如半导体、新能源、光伏等创新企业，作为用友精智工业互联网的组成部分，融合了 Alot、PLM、智能工厂等应用。U9 cloud 聚焦六大商业模式。全面支撑制造企业实现个性化定制、网络化协同、智能化生产、服务化转型、精细化管控、一体化应用。

图 44: U9C 的六大特点



数据来源：公司官网，东方证券研究所

相比传统产品，U9C 针对高端数智化场景需求，具备诸多的突出特点：1）一体化服务模式，集成了 U9 cloud+PLM、U9 cloud+智能工厂、U9 cloud+设备后服务、U9 cloud + AIoT 、U9 cloud+工业大脑等一体化模式服务企业上云；2）敏捷实施。云化后的 U9C 提供按场景预置、批量导入导出、初始化建账等工具，满足企业对于敏捷实施、快速交付、降本增效的诉求；3）个性化定制方面，U9 cloud 帮助企业构建以参数化选配为特征的全配置 BOM（超级 BOM），打造模型件选配、订单 BOM，并实现按订单制造的 MTO，执行接单式生产的 LRP 计划，最终完成订单成本核算。

图 45: U9C 上线更快，操作易上手



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 46: U9C 更适合高端制造数智化需求



数据来源：公司官网，东方证券研究所

在小微市场领域：用友核心 SaaS 产品为畅捷通好会计、好生意、智+、易代账、T+Cloud。面向的客户群体广大，且易于规模化交付，对于公司快速扩大客户规模，抢占小微企业市场份额、培养用户使用习惯、巩固用户基础具有重要意义。

3.3 生态体系建设推进，有望实现核心资源聚焦和效率提升

我们认为，生态伙伴体系的建立和强化，有利于聚焦核心客户市场、提升实施交付效率、强化长尾市场渠道，是用友在 3.0-II 战略阶段支持产品和组织架构升级的重要举措。

用友打造了丰富的多层级的生态体系，作为协同发展的合作力量。用友坚持“融合”生态战略，积极推进“集成”与“被集成”，不同类型的生态伙伴的标准和主要承担的角色不同，形成了丰富的生态体系。2021年起，公司加速了生态战略的推进，从产品融合到营销推广、从销售协同到实施运营服务等，将与各类生态伙伴形成广泛深入的合作模式。

表 3：用友生态伙伴体系

生态伙伴类型	定义和角色
技术/平台/解决方案战略伙伴（GTP）	拥有 IaaS 平台或先进技术，具备自主解决方案能力，提供基于 YonBIP 平台的联合解决方案，或与用友产品集成的解决方案，业务领域覆盖全球。
行业战略伙伴（ISP）	在特定领域或行业拥有领先地位或核心技术，基于行业优势，融合用友或产品的战略伙伴
专业服务伙伴（SSP）	用友专业服务生态，依托或整合用友软件及云服务，与用友共同组成融合互补共赢的联合客户经营服务体系。专业服务伙伴包括咨询、实施、融合解决方案、项目经营、平台技术等五大类专业伙伴。
独立软件开发商(ISV)	包括独立 SaaS 开发商、软件增值开发商、实施与客开部门、企业 IT 业务等，可基于 YonBIP 平台进行产品创新开发
增值经销商(VAR)	利用自身的销售、咨询、渠道和服务能力，与用友共同拓展市场，包括软件增值经销商、云服务营销伙伴等

数据来源：公司官网，东方证券研究所

在技术支撑方面，基于用友 BIP 的 PaaS 平台，伙伴可依据客户需求快速开发场景化应用，迭代升级自有产品。依托 PaaS 平台底层强大的数据与业务集成能力，生态伙伴的应用可实现与用友原厂应用的融合，并可与原厂应用一共享厂商技术迭代红利，实现产品底层技术不断升级。

图 47：用友为生态伙伴提供的各个维度的价值和支撑



数据来源：公司官网，东方证券研究所

生态伙伴在实施交付方面参与量和深度的提升，也是公司聚集头部核心客户、聚焦产品本身的举措。我们认为，将一部分实施交付工作由生态伙伴完成，一方面可以让公司的核心资源更集中聚焦于头部大型、巨型企业客户，有利于公司占领企业数字化领域的高地，强化在优势领域的行业地位；另一方面，公司可以更多聚焦在产品打磨本身，降低人员成本，更高效地推进技术升级和产品迭代。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入主体是软件和云业务，其中，云业务属于公司软件产品形式的升级，是满足企业数字化需求的必要技术形式。公司未来在大型企业市场的份额有望持续提升，从而带来公司云化产品的持续增长，而一次性购买的软件产品则增速放缓。我们预计，产品许可收入在 21-23 年的增速为 24.7%、22.3%、9.0%，而技术服务的收入增速为 17.9%、30.2%、28.4%，从而带动公司整体营收增速为 18.8%、26.5%、21.9%。
- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 65.1%、63.7%和 62.0%。公司产品许可由于为标准化软件产品，毛利率基本保持稳定，而技术服务业务毛利率受益于实施交付效率的提升，预计毛利率达到 48.5%的水平。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 19.8%、19.5%和 19.1%，管理费用率为 12.0%、11.1%和 10.6%，研发费用率为 18.6%、18.9%和 18.6%。公司过去 3 年的销售、管理费用占营收比重持续降低，表现出较强的规模效应，预计随着云原生产品推广和生态体系的建设，规模效应有望持续强化，人员规模增长的同时，实现人效的持续提升。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率维持 6.64%

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产品许可					
销售收入（百万元）	2,750.0	2,425.9	3,024.0	3,697.9	4,032.3
增长率	2.2%	-11.8%	24.7%	22.3%	9.0%
毛利率	98.3%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
技术服务					
销售收入（百万元）	5,336.1	5,660.2	6,670.6	8,684.0	11,150.2
增长率	16.1%	6.1%	17.9%	30.2%	28.4%
毛利率	48.3%	44.5%	49.6%	48.5%	48.5%
其他					
销售收入（百万元）	130.6	107.7	100.0	100.0	100.0
增长率	-17.5%	-17.5%	-7.2%	0.0%	0.0%
毛利率	19.0%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
非主营业务					
销售收入（百万元）	293.0	330.8	330.9	330.9	330.9
增长率	12.6%	12.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	89.9%	89.0%	92.4%	92.4%	92.4%
合计	8,509.7	8,524.6	10,125.4	12,812.8	15,613.3
增长率	10.5%	0.2%	18.8%	26.5%	21.9%
综合毛利率	65.4%	61.0%	65.1%	63.7%	62.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 101.25 亿、128.13 亿、156.13 亿元，EPS 分别为 0.39、0.49、0.60 元。公司是企业数字化和产业互联网头部企业，我们选择同行业而且业务较为专注的金蝶国际作为可比公司。考虑到公司在行业领域处于龙头地位，而且新一代产品在云化方面做了重点布局，我们选取广联达、恒生电子、明源云、卫宁健康、金山办公、鼎捷软件这几家属于细分领域信息化龙头而且也在布局云技术的公司作为可比公司。

从估值方式来看，公司正在积极推进云转型升级，2020H1 云服务收入占总收入的比重已经达到 47.4%，而且已经超过软件业务。截至 2021H1，云服务业务产生的合同负债达到 12.4 亿元，ARR 达到 8.3 亿元。由于云业务产生订阅收入，而且以预付方式或者合同负债方式为主，并且云服务的用户订阅存在一定的持续性，而不再是纯粹的一次性收入，因此我们认为适合采用 PS 方式对公司进行估值。根据可比公司 2021 年的 PS 水平，我们给予公司 2021 年 PS 为 15.15 倍，目标价为 46.90 元，首次给予买入评级。

表 4：可比公司估值比较（估值日期 2021/09/26）

公司	代码	Wind 一致预期营收（百万元）			PS		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
广联达	002410.SZ	5007	6197	7568	15.39	12.43	10.18
明源云	0909.HK	2389	3323	4635	20.72	14.90	10.68
金蝶国际	0268.HK	4241	5342	6762	20.09	15.95	12.60
卫宁健康	300253.SZ	2971	3784	4752	10.61	8.33	6.64
泛微网络	603039.SH	1960	2530	3208	8.70	6.74	5.32
金山办公	688111.SH	3397	4697	6368	36.19	26.17	19.30
鼎捷软件	300378.SZ	1743	2032	2336	3.59	3.08	2.68
恒生电子	600570.SH	5228	6307	7548	15.38	12.75	10.65
	最大值				36.19	26.17	19.30
	最小值				3.59	3.08	2.68
	平均数				16.20	12.47	9.71
	调整后平均				15.15	11.85	9.34

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) 宏观经济形势不及预期。公司业务是企业数字化软件和云平台，主要服务于大型企业客户市场，和企业进行 IT 投入的意愿直接相关。如果宏观经济形势下行，导致整体的企业群体开支减少，则有可能延缓企业用户数字化进度，甚至可能导致整个行业空间的缩水，从而影响公司业务发展空间。
- 2) 云转型进度不及预期。公司新一代产品采用云原生架构，以公有云+私有云的部署方式，而且朝着订阅式的模式去转型。如果公司云化产品无法持续满足客户需求，或者云化速度不及市场预期，则可能影响公司未来长期发展前景。
- 3) 行业竞争加剧。公司目前是国内企业数字化软件和云服务龙头供应商，但是仍面临海外厂商、国内其他头部厂商的竞争。如果公司产品未能保持持续的差异化优势，则可能导致公司市场份额的降低，从而直接影响公司收入水平。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,147	5,605	8,433	10,621	13,191	营业收入	8,510	8,525	10,125	12,813	15,613
应收票据、账款及款项融资	1,368	1,152	1,144	1,448	1,764	营业成本	2,942	3,321	3,532	4,655	5,931
预付账款	90	95	122	154	187	营业税金及附加	113	99	117	149	181
存货	23	423	353	465	593	营业费用	1,634	1,537	2,012	2,504	2,984
其他	1,540	1,498	2,167	2,487	2,907	管理费用及研发费用	3,019	2,418	3,103	3,852	4,567
流动资产合计	10,168	8,773	12,218	15,175	18,643	财务费用	118	110	82	56	33
长期股权投资	1,782	2,473	2,500	2,500	2,500	资产、信用减值损失	172	265	250	190	130
固定资产	2,510	2,432	2,419	2,387	2,359	公允价值变动收益	235	52	14	0	0
在建工程	0	75	9	2	1	投资净收益	287	75	60	35	35
无形资产	870	785	697	566	405	其他	370	218	270	270	270
其他	2,208	2,413	1,487	1,550	1,550	营业利润	1,405	1,121	1,373	1,712	2,093
非流动资产合计	7,370	8,177	7,111	7,005	6,816	营业外收入	9	24	4	0	0
资产总计	17,538	16,950	19,330	22,180	25,459	营业外支出	10	18	1	0	0
短期借款	4,236	2,375	2,375	2,375	2,375	利润总额	1,404	1,126	1,376	1,712	2,093
应付票据及应付账款	597	549	565	745	949	所得税	83	75	91	114	139
其他	4,280	5,026	6,969	8,042	9,162	净利润	1,321	1,051	1,285	1,598	1,954
流动负债合计	9,112	7,950	9,909	11,162	12,486	少数股东损益	138	63	0	0	0
长期借款	45	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,183	989	1,285	1,598	1,954
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.36	0.30	0.39	0.49	0.60
其他	87	453	0	0	0						
非流动负债合计	132	453	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	9,244	8,403	9,909	11,162	12,486		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,122	1,004	1,004	1,004	1,004	成长能力					
实收资本(或股本)	2,504	3,270	3,270	3,270	3,270	营业收入	10.5%	0.2%	18.8%	26.5%	21.9%
资本公积	1,279	863	1,096	1,096	1,096	营业利润	48.9%	-20.2%	22.5%	24.7%	22.3%
留存收益	3,392	3,418	4,049	5,647	7,601	归属于母公司净利润	93.3%	-16.4%	30.0%	24.4%	22.3%
其他	(2)	(9)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,294	8,547	9,420	11,018	12,972	毛利率	65.4%	61.0%	65.1%	63.7%	62.0%
负债和股东权益总计	17,538	16,950	19,330	22,180	25,459	净利率	13.9%	11.6%	12.7%	12.5%	12.5%
						ROE	17.2%	13.4%	16.1%	17.3%	17.8%
						ROIC	12.1%	9.7%	11.9%	13.1%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.7%	49.6%	51.3%	50.3%	49.0%
净利润	1,321	1,051	1,285	1,598	1,954	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	301	336	324	345	371	流动比率	1.12	1.10	1.23	1.36	1.49
财务费用	118	110	82	56	33	速动比率	1.11	1.05	1.20	1.32	1.44
投资损失	(287)	(75)	(60)	(35)	(35)	营运能力					
营运资金变动	752	612	1,222	398	421	应收账款周转率	6.5	7.5	9.9	11.2	11.0
其它	(672)	(422)	782	5	6	存货周转率	89.4	13.9	8.7	10.9	10.7
经营活动现金流	1,533	1,613	3,634	2,368	2,749	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(57)	3	(142)	(172)	(182)	每股指标(元)					
长期投资	630	(670)	(27)	0	0	每股收益	0.36	0.30	0.39	0.49	0.60
其他	(755)	(226)	(119)	49	35	每股经营现金流	0.61	0.49	1.11	0.72	0.84
投资活动现金流	(183)	(894)	(288)	(123)	(147)	每股净资产	2.19	2.31	2.57	3.06	3.66
债权融资	(170)	(90)	(15)	0	0	估值比率					
股权融资	(199)	350	233	0	0	市盈率	92.8	111.1	85.5	68.7	56.2
其他	215	(2,576)	(736)	(56)	(33)	市净率	15.3	14.6	13.0	11.0	9.2
筹资活动现金流	(155)	(2,315)	(518)	(56)	(33)	EV/EBITDA	59.2	68.8	60.6	51.0	43.2
汇率变动影响	(7)	(6)	-0	-0	-0	EV/EBIT	70.9	87.6	74.1	61.0	50.7
现金净增加额	1,189	(1,602)	2,828	2,189	2,570						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn