

## 乘“云”踏“智” 产业互联领导者

——用友网络 (600588.SH)

计算机/计算机应用

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

公司：中国企业级云服务和软件龙头 聚焦云转型

- 行业龙头，产品线布局完善。公司长期专注并持续领航企业软件与企业服务市场 33 年，产品可以满足不同体量企业的需求，包括聚焦企业内部资源的云 ERP 和专注于外部资源的 YonBIP 商业创新平台，随着 3.0 战略实施，公司正式开启云转型。
- 用友通过生态战略，以标准化产品为基础，融合优质生态伙伴产品，形成联合解决方案，实现项目交付。

行业：数智化 国产化和工业互联网 提振市场空间

- 云计算行业市场规模有望超 5000 亿。2021 年是我国进入“十四五”规划的开局之年，随着数字经济快速发展，公有云领衔，私有云跟进，云计算将持续高速增长，预计 2024 年达到 5417 亿元，年复合增长率为 32%。
- 数智化需求：云计算是数智化的关键前提，随着云计算高速发展，我们认为 2025 年数智化市场规模可高达 65 万亿元，将占 GDP 比重 55%，2020 年数字经济规模是 39.2 万亿，5 年复合增长率为 11%。
- 国产化趋势：通过对各类客户客单价、渗透率以及数量的分析，我们认为 ERP 短期（2025 年）市场规模可达到 1693.7 亿元，大中型企业为市场主要来源。
- 工业互联网是第二个增长点。随着 5G 技术快速发展，相关工业互联网利好政策出台，我们认为 2023 年工业互联网规模将超 10000 亿，相对 2020 年 6662.36 亿元，3 年复合增长率为 15.3%。

核心竞争力：技术引领 质优价廉 策略准确

- 产品：技术引领，生态加持。YonBIP 不只是简单的工具软件，而是生态化的服务平台，相对国外企业，用户界面优化更符合国人使用习惯。
- 市场：具有丰富的大客户服务产品和经验。用友客户群中，大中型企业以及政府客户占 80% 以上，用友服务大客户的经验较丰富。相对国内友商，用友更加擅长定制化服务，大型客户具有复杂的定制化需求，所以用友在后续国产替代中将更具优势。
- 服务：全程服务，质优价廉。相对国外厂家，能 24 小时响应客户需求，服务和产品的物美价廉，性价比更高。
- 信创：坚持自主研发 引领国产替代。政策上积极响应信创号召，加入多个行业组织，与信创相关产业公司签署战略合作协议，实现信创上中下游全覆盖；产品上 NCC 全方位 100% 支持国产化应用，安全防护能力优异。
- 客户：客户画像，精准服务。根据不同体量客户的特点进行客户画像，然后开发不同需求的产品以及制定不同的客户服务策略。

## 投资建议

我们预测 2021-2023 年收入为 94.76 亿元、127.72 亿元和 186.28 亿元。用友产品线丰富，满足各级客户需求，核心竞争力突出，市场壁垒高，大型客户优势明显，同时看好“平台+生态”的战略，我们给予公司 22 年目标市值 1526.22 亿元，对应目标价 44.41 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

经济超预期下行风险、政策调整影响大型国企客户上云进度、产品研发迭代不及时影响项目交付、市场风险。

评级

买入（首次）

2022 年 2 月 16 日

曹旭特

分析师

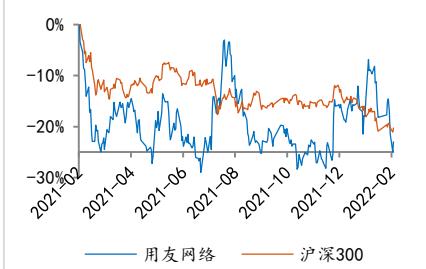
SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 交易数据

时间 2022.2.15

总市值/流通市值（亿元）	1129.63/1129.63
总股本（万股）	343665.66
资产负债率（%）	56.45
每股净资产（元）	2.01
收盘价（元）	32.87
一年内最低价/最高价（元）	29.3/45.02

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind 申港证券研究所

**财务指标预测**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,509.66	8,524.59	9,476.65	12,772.51	18,628.95
增长率 (%)	10.46%	0.18%	11.17%	34.78%	45.85%
归母净利润 (百万元)	1,182.99	988.60	1,114.12	1,710.64	2,502.52
增长率 (%)	93.26%	-16.43%	12.70%	53.54%	46.29%
净资产收益率 (%)	16.49%	13.11%	14.14%	18.85%	23.12%
每股收益(元)	0.48	0.31	0.34	0.52	0.77
PE	72.73	112.61	102.49	66.75	45.63
PB	12.19	15.14	14.50	12.58	10.55

资料来源: Wind 申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 公司：中国企业家云服务和软件龙头 聚焦云转型</b>	<b>5</b>
1.1 引领企业服务 33 年 已聚焦云转型	5
1.2 用友产品线完善 生态同行 赋能项目交付	5
1.2.1 YonBIP+NCC 助力大型企业实现商业创新和数字化转型	6
1.2.2 U8 /U9 Cloud 和 Yonsuite 助力中型企业快速数字	7
1.2.3 畅捷通云满足小微企业基本需求	8
1.3 “平台+生态”降本增效 助力用友创收	9
1.3.1 “平台+生态”降低伙伴开发成本 开辟用友收入新渠道	9
1.3.2 平台型服务模式将持续提高用友盈利质量	10
1.4 云业务收入高速增长 推动营收/毛利率稳步提升	11
1.4.1 营收：云服务收入占比接近 50% 助力总营收稳定增长	11
1.4.2 成本：销管费率保持稳定 研发费率逐年增加	12
1.4.3 毛利率及净利率：依托云转型 毛利率和净利率双提升	13
1.5 管理层背景复合 大股东持股稳定	14
<b>2. 行业：数智化 国产化和工业互联网 提振市场空间</b>	<b>15</b>
2.1 云计算市场规模迅速增长 有望超 5000 亿	15
2.2 ERP 迎来企业数智化和国产化的市场机遇	15
2.2.1 2025 年企业数智化市场规模将达 65 万亿元	15
2.2.2 国产化替代 ERP 短期超 1000 亿 长期可达 5000 亿	17
2.3 ERP 云化是一次新的产品变革	19
2.4 大型企业客户才是云业务推广的核心	19
2.5 工业互联网：5G 提速工业互联网时代来临	19
2.5.1 5G 逐步普及 助力工业互联网加速推进	19
2.5.2 工业互联网市场规模将超万亿	20
2.5.3 用友精智工业互联网平台推动行业进程	20
2.6 混合云更符合当下大型企业的需求	23
2.6.1 公有云与大型客户需求并不完全匹配	23
2.6.2 ERP 系统部分也需要公有云部署方式	24
2.6.3 混合云更能满足大型客户需求	24
<b>3. 核心竞争力：技术引领 质优价廉 策略准确</b>	<b>24</b>
3.1 产品优势：技术引领 生态赋能	24
3.2 市场营销：龙头深耕大客户 营销服务网完善	25
3.3 服务优势：服务更及时 性价比更高	26
3.4 信创优势：坚持自主研发 引领国产替代	26
3.5 客户策略：精准客户画像 系统化服务策略	27
3.5.1 针对大型客户：深度定制 主攻高端	27
3.5.2 针对中型客户：快速响应 弯道超车	28
3.5.3 针对小微客户：龙头稳固 持续领跑	29
<b>4. 盈利预测与估值分析：22 年目标市值 1775.4 亿 给予“买入评级”</b>	<b>30</b>
4.1 盈利预测：乘“云”前行 营收毛利全开花	30
4.1.1 营收：云服务领跑 1 年破百亿	30
4.1.2 毛利率：云服务持续贡献 传统软件逐步降低	31
4.1.3 费用率：业务扩张迅速 费用率稳步提高	31
4.2 用友云服务宜采用 PS 估值法	32
4.3 SaaS 企业具有更高的 PS	32
4.4 估值分析和投资建议	33
<b>5. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

<b>图 1：用友发展三个阶段</b>	<b>5</b>
<b>图 2：YonBIP 架构示意图</b>	<b>6</b>
<b>图 8：2018-2023 年生态建设数量 (个)</b>	<b>9</b>
<b>图 9：历年云服务收入变化情况 (百万)</b>	<b>11</b>
<b>图 10：历年云服务占比变化情况</b>	<b>11</b>
<b>图 11：历年大大中型客户收入及占比 (百万)</b>	<b>11</b>
<b>图 12：2021H1 客户类型组成占比</b>	<b>11</b>
<b>图 13：传统软件收入变化情况 (百万)</b>	<b>12</b>
<b>图 14：历年传统软件占比变化情况</b>	<b>12</b>
<b>图 15：历年销售费用及占比 (万元)</b>	<b>12</b>

图 16: 历年管理和研发费用及占比 (万元) .....	12
图 17: 部分年研发费用及占比 (万元) .....	12
图 18: 历年财务费用及占比 (万元) .....	13
图 19: 历年毛利率及变化率 (百万) .....	13
图 20: 历年扣非归母净利润变化 (百万) .....	14
图 21: 公司股权结构 .....	14
图 22: 2017-2025 云计算市场规模 (亿元) .....	15
图 23: 2020 年全球 GDP 内部结构 .....	15
图 24: 2020 年全球三大产业数字经济渗透率 .....	15
图 25: 2015-2025 年我国数字经济增长率与 GDP 增长率 .....	16
图 26: 2015-2025 年 GDP 及数字经济市场规模 (万亿) .....	16
图 27: 2015-2025 年数字经济占 GDP 比重 .....	16
图 28: 2019 年高端 ERP 市场份额 .....	18
图 29: 2019-2025 年 5G 基站建设数量 (万台) .....	20
图 30: 2017-2025 年中国工业互联网行业市场规模及预测 (亿元) .....	20
图 32: 用友精智工业互联网平台四大核心能力 .....	21
图 33: 用友精智工业互联网平台应用场景 .....	21
图 34: 制造中台架构图 .....	21
图 35: AIoT 平台架构图 .....	22
图 36: 工业大脑产品架构图 .....	22
图 39: 国内整体 ERP 市场份额 .....	25
图 40: 用友服务客户画像 .....	25
图 41: 2021H1 用友网络云收入客户结构 .....	25
图 42: 用友国产化适配体系 .....	27
图 43: NC Cloud 全面支持国产化应用 .....	27
图 45: 2018-2023 大中客户云服务收入变化 (百万) .....	28
图 47: 2020 年小微企业云市场市占率 .....	29
图 48: 畅捷通云服务收入及增速 (亿元) .....	29
图 50: 各类客户订阅续费率 .....	32
图 51: License 模式和订阅模式总收入变化图 (元) .....	33
 表 1: 用友云产品分类及商业模式 .....	5
表 2: 畅捷通云产品线 .....	8
表 3: 三种服务模式优缺点 .....	10
表 4: 美国对华实体清单汇总 .....	17
表 5: 国产化相关政策汇总 .....	17
表 6: ERP 市场规模测算 .....	18
表 7: 国内外 ERP 厂商不同类型的公有云付费模式产品每单位用户年费对比 (元) .....	26
表 10: 2021-2023 年毛利率预测 .....	32
表 11: License 模式和订阅模式总收入测算 (元) .....	33
表 12: 可比公司 PS 估值水平 .....	33
表 13: 可比公司 PE 估值水平 .....	34
表 14: 公司盈利预测表 .....	35

## 1. 公司：中国企业的云服务和软件龙头 聚焦云转型

### 1.1 引领企业服务 33 年 已聚焦云转型

公司长期专注并持续领航企业软件与企业服务市场 33 年。在财务软件及 ERP 时代，公司通过领先市场的财务软件、ERP 软件，满足了企业客户会计电算化、企业信息化的需求。

公司历经 1.0-3.0 三个阶段，正式开启云转型：

- **用友 1.0 时代，财务软件推动会计电算化：**主要业务领域是财务会计软件，推动中国企业的会计电算化进程。
- **用友 2.0 时代，ERP 助力中国企业信息化：**主要聚焦以 ERP 为代表的管理软件。用友于 1998 年正式发布 ERP 管理系统—U8，推出了中国最早的管理软件应用平台 (UAP)，发布了集团企业的高端管理软件 NC，协助推进中国广大企业的信息化建设。
- **用友 3.0 时代，转型云服务提供商：**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，正式开启云转型。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%。2020 年用友进入 3.0-II，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。

图1：用友发展三个阶段



### 1.2 用友产品线完善 生态同行 赋能项目交付

表1：用友云产品分类及商业模式

产品	YonBIP 用友商业创新平台				云 ERP	
	YonBIP	Yonsuite	好会计 易代账	NCCloud	U8Cloud U9Cloud	T+Cloud
技术方案	云原生	云原生	云原生	云原生	分布式	分布式
部署方式	公/私有云	公有云	公有云	公/私有云	公/私有云	公/私有云
收费模式	许可/订阅	订阅	订阅	许可/订阅	许可/订阅	订阅
目标客户	大型企业	中型企业	小微企业	大型企业	中型企业	小微企业

资料来源：公司年报 申港证券研究所

公司已布局完善的云产品线。公司陆续发布了 U8 Cloud、NC Cloud、Yonbip、Yonsuite、U9 Cloud 等多种云计算产品，部署方式可以满足公有云和私有云，可以同时满足巨型、大型、中型、小微等不同体量的企业，收费模式也同时兼顾订阅和许可双重模式，助力公司业务成长。

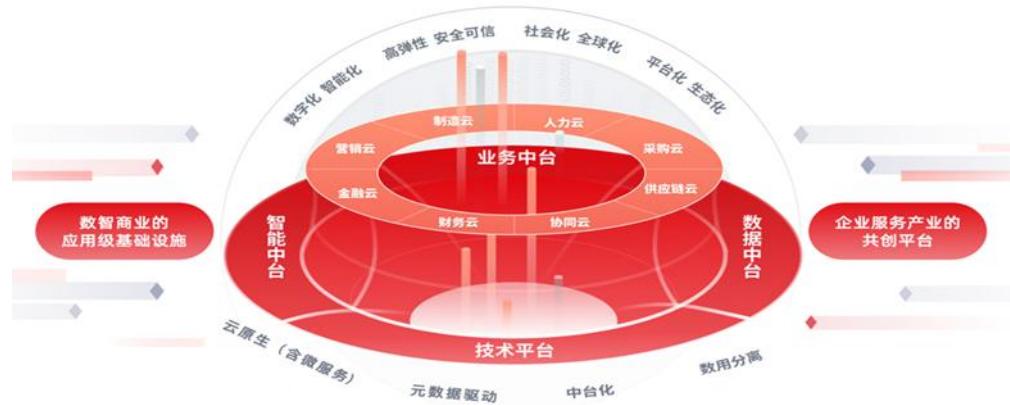
**云 ERP 更具产品优势。**相比传统 ERP 仅仅提供产品，云 ERP 提供的是系统化的服务，是厂家和客户都乐于接受的新型产品。

- ◆ **对于客户：**按需购买降低企业一次性 IT 投入成本，后期升级和维护更加高效和经济，因数据存储于云端，且有相应的灾备措施，所以数据信息更加安全。
- ◆ **对于厂家：**通过计算可知，同样的产品，5 年后订阅收入要高于许可模式收入，且可以提供源源不断的订阅收入。

### 1.2.1 YonBIP+NCC 助力大型企业实现商业创新和数字化转型

**YonBIP** 是完全云原生架构的商业创新平台，有望成为最重要的收入来源。BIP 包括应用服务、平台服务和生态服务，其中应用服务主要包括领域云和行业云，平台服务即 IUAP，生态服务包括低代码开发平台、连接平台和云市场等。基于完全云原生，开放共建，我们认为未来 BIP 将是用友最重要的收入来源。

图2: YonBIP 架构示意图



资料来源：公司官网 申港证券研究所

**NCC 助力大型企业实现智能化转型，将提升用友市占率。** NCC 面向大型企业的云 ERP 产品，基于云原生技术，采用云+端的底层模式，可灵活采用公有云、混合云、专属云的部署模式。我们认为 NCC 是目前面向大型企业内部运营最成熟的解决方案之一，将快速助力大型企业数智化转型，进一步扩大用友在大型客户的市占率。

图3: NC Cloud 大型企业数字化平台



资料来源：公司官网 申港证券研究所

### 1.2.2 U8 /U9 Cloud 和 Yonsuite 助力中型企业快速数字

图4: U8 Cloud 架构



资料来源：公司官网 申港证券研究所

**U8 Cloud 助力中型企业完成商业创新。** U8 cloud 是用友推出的新一代云 ERP，主要面向创新型、成长型等中型企业，旨在帮助企业实现降成本、提效率、控风险的目标。同时满足公有云、混合云、专属云等部署方式。我们认为 U8 将成为中型企业商业创新平台，市场份额随着生态伙伴数量的增加持续加大，从而增加公司收入。

**YonSuite 引领企业完成数智化转型。** 公司面向成长型企业提供基于 YonBIP 平台的 YonSuite 云服务包，是基于云原生架构、纯公有云部署的国内首创一体化云服务应用。我们认为，YonSuite 有机地将中型企业“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”等融合为一体，产品成熟，客户认可度高，将快速支持企业完成数字化转型，助力用友扩大市占率。

图5: YonSuite 成长型企业家智能云 ERP



资料来源：用友 YonSuite 宣传册 申港证券研究所

### 1.2.3 畅捷通云满足小微企业基本需求

**畅捷通专业服务小微企业。**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，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、数据增值服公司。

- ◆ **产品服务：**其云服务产品包括 T3、好会计、T+Cloud、易代账等。根据《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%，

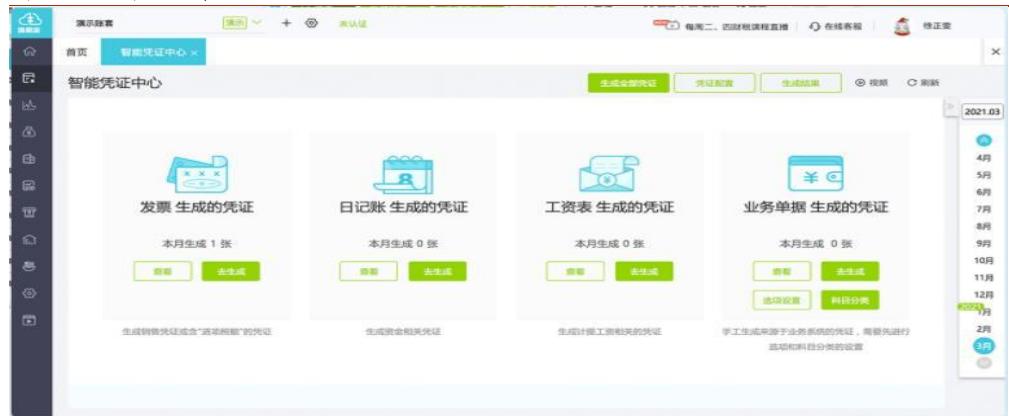
表2：畅捷通云产品线

产品	底层技术	功能	应用行业
好会计	SaaS	发票管理：开票、取票、识票、查验、归档全流程支持发票电子化	
		智能财务：核算智能化，账务自动化	餐饮
		智能税务：税表自动生成，智能算税，一键申报	科技
		报销管理：小畅报销，让您实现无纸化、异地报销	物资供应
		工资管理：算薪算税报个税，4步轻松搞定工资个税计算	商贸批发
好生意	SaaS	库存核算：以票控税，精准核算库存成本	
		多端记账：随时随地记账，多端协同，多人同时在线，高效记账	
		批发管理：快速开单、实时在线	酒水
		商城管理：数据互通、营销获客	日用百货
T+Cloud	SaaS	营销管理：分层运营、提升产出	美妆日化
		经营管理：随时随地、辅助经营	
		新财税：帮助企业成本精控、利润优化、风险预测	新零售、新商贸
		新商贸：管人、管货、管成本	食品
易代账	SaaS	新生产：保障订单管理、物品管控、车间控制高效运转	化工品
		新零售：引流获客、业财一体、门店管控	医疗
		智能财务：提高代账效率	咨询
		客户经营：客户资源不流失	创业服务
		智慧管理：内部管理更顺畅	企业服务

资料来源：公司官网 申港证券研究所

- ◆ **市场份额：**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 16%，处于行业第一。好会计和易代账，满足小微企业内部数智财税核心需求。

**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6: 好会计功能界面**


资料来源：公司官网 申港证券研究所

### 1.3 “平台+生态” 降本增效 助力用友创收

#### 1.3.1 “平台+生态”降低伙伴开发成本 开辟用友收入新渠道

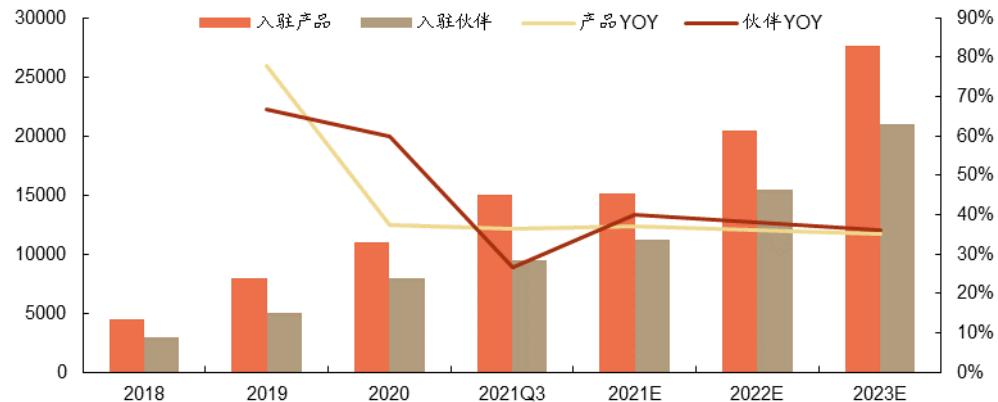
**YonBIP** 是一个共生、共建、共荣的生态平台。YonBIP 通过低代码开发平台，伙伴可快速构建业务应用，快速接入用友云业务中台，给客户提供更低成本的解决方案，同时生态 ISV 提供覆盖设计、开发、集成、测试、部署、运行、运维的全生命周期服务，大幅提升开发者团队的产品研发效率和产品质量。

**图7: 用友生态合作定位**


资料来源：2021 用友生态白皮书 申港证券研究所

**生态建设成果颇丰，未来将高速增长。**用友在生态合作伙伴建设的“质”和“量”两方面“双开花”，战略生态以用友 BIP 为核心，依托战略联盟、集成与被集成、云市场、服务一体化、平台化运营的融合战略，凭借专业的生态战略，目前已经入住伙伴 9,500 家，入驻产品超 15,000 款。鉴于用友加大在生态伙伴和产品方面的持续投入，我们认为未来生态建设会高速增长，预测到 2023 年，生态产品数量将达到 27000，生态伙伴数量将超过 2000 个。

**图8: 2018-2023 年生态建设数量 (个)**



资料来源：公司年报 申港证券研究所

**YonBIP 佣金收入可持续，高增长。** 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。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，用友收取佣金。所以我们认为随着生态产品和伙伴高速增长，这种模式为用友带来的收入是可持续且高增长的。

**自研和外包合理分配，交付成本降低 30%-50%。** 公司有计划推动实施的外包，是公司生态战略的重要一环，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，这将进一步促使公司产品标准化，同时降低成本，提高交付能力。

### 1.3.2 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，优缺点见下表。

表3：三种服务模式优缺点

	优点	缺点
项目型	客单价高、具有标杆效应	以定制化为主，标准化程度低，高成本，低毛利
产品型	低成本、高毛利、交付时间短	无法满足客户定制化需求
平台型	规模化、自动化	生态建设需要一个长期的过程，且前生态拓展较难

资料来源：公司官网 申港证券研究所

**用友通过生态搭建联合解决方案，提高交付能力，降低交付成本。** 用友采用标准化产品+生态产品的联合解决方案，以标准化产品为基础，融合优质生态伙伴的产品，结合客户需求进行二次开发和定制，搭建联合解决方案，共同实现产品交付。

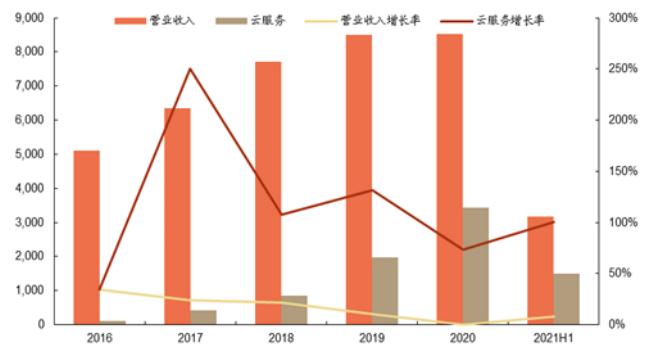
**用友收入模型健全，未来收入稳定可持续。** 用友的主要是平台型收入、项目集成收入及订阅型收入三部分。其中，订阅型收入主要来自云 ERP、领域云等标准化产品；项目集成收入主要是指定制化服务客户的收入；平台型收入即是分佣收入，当生态合作伙伴基于平台交付客户需求时，用友即可获得分佣收入，随着生态合作伙伴的持续完善，佣金收入将会持续增加。

## 1.4 云业务收入高速增长 推动营收/毛利率稳步提升

### 1.4.1 营收：云服务收入占比接近 50% 助力总营收稳定增长

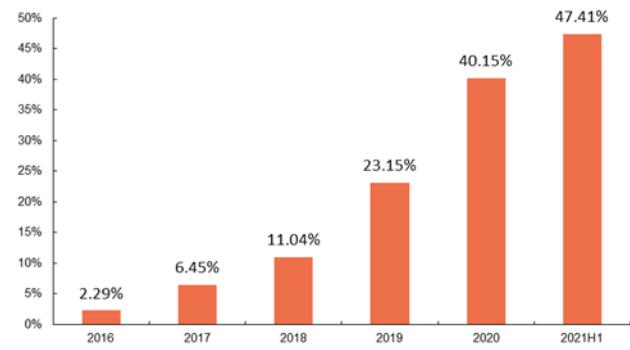
依托云服务转型，营收稳步成长。2020 年度，众所周知，疫情给全行业公司的业务发展带来了很大的影响，同时也经历了确收准则的变化等，以上客观因素的变化，导致 2020 年及 2021H1 营收增速放缓，但总体依然呈现上升态势最近 5 年复合增长率为 13.63%。Q4 为主要确收季度，所以 2021 年度营收依然会稳健增长。

图9：历年云服务收入变化情况（百万）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

图10：历年云服务占比变化情况

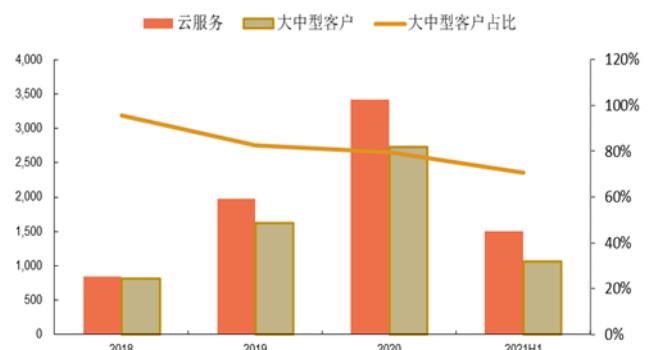


资料来源：公司年报 申港证券研究所

云服务收入高速增长，已接近总营收 50%。自 2016 年，用友 3.0 战略正式发布，正式开启云转型以来，云服务业务收入在 2017-2020 年实现了高速增长，云业务收入四年增长率分别为 249.9%、108%、132%、73%，随着企业数字化转型加深，我们预测云服务将持续保持高增长，且 2021 年云服务增速将超过 2020 年增速。

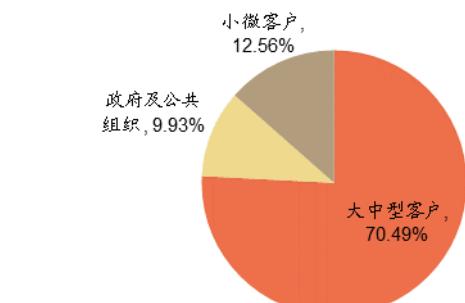
大中型客户是重点，占云收入约 7 成。自 2018 年以来，随着云收入的快速增长，大中型客户收入呈现同步快速增长，截止 2021H1，大中型客户的收入占云服务营收已超过 70%，这主要得益于用友深度定制的大客户服务策略。基于标杆效应、付费能力以及业务需求等原因考虑，我们认为未来大中型客户是重点，尤其是大型客户，用友对于大中型客户的深度定制化策略和经验将助力用友在未来高端市场的角逐中胜出。

图11：历年大大中型客户收入及占比（百万）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

图12：2021H1 客户类型组成占比

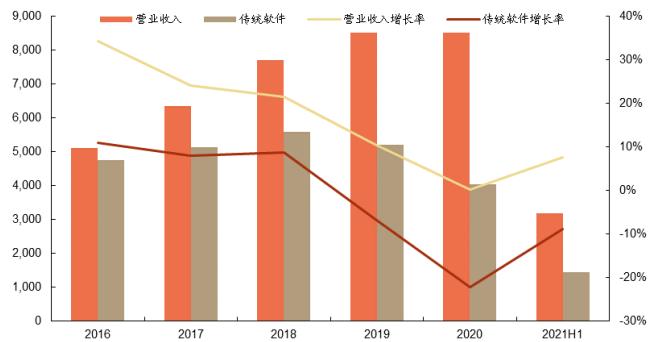


资料来源：公司年报 申港证券研究所

传统软件总体呈下降趋势，占总营收不足 50%。自 2016 年开启转型后，2018 年之前，传统软件收入呈现稳定增长，主要来自存量项目以及后期的运维等，同时项目交付和结算以年度为单位，不可避免会增大惯性增长。2019 年开始，逐步呈现下降趋势，2020 年占比已不足 50%。随着云转型的深入，我们认为未来传统软

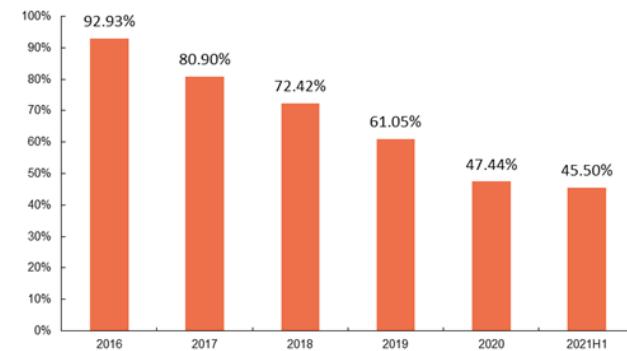
件收入将持续减少，预计 2025 年完成云转型。

图13：传统软件收入变化情况（百万）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

图14：历年传统软件占比变化情况

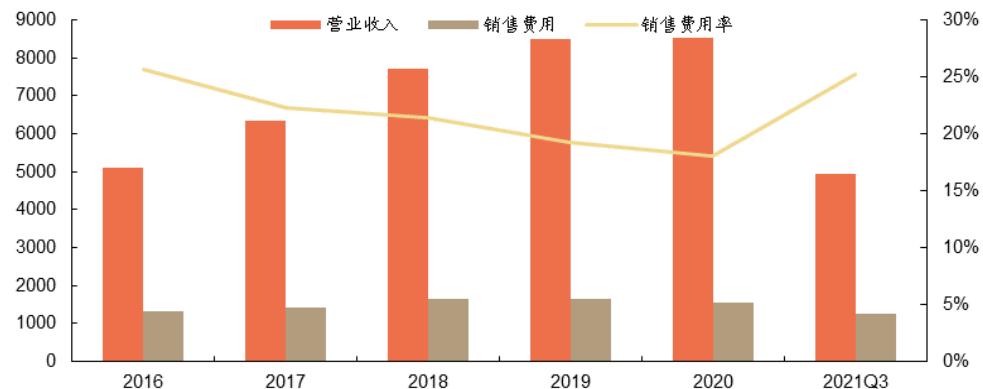


资料来源：公司年报 申港证券研究所

#### 1.4.2 成本：销管费率保持稳定 研发费率逐年增加

往年销售费率逐年下降，未来有望升高。2016-2020 年的 5 年期间，公司战略型降本增效以及销售体系的完善，销售费率逐年降低，2020 年降至 18.03%。根据 21 年公司最新的半年报和季度报，随着云转型的深入及业务的扩张，公司需要投入更多资源到销售队伍的建设及销售渠道的铺设，所以我们认为未来 5 年，销售管理费会持续提高，这从 21 年 Q3 报告的销售费率（25.27%）就可以得到初步验证。

图15：历年销售费用及占比（万元）



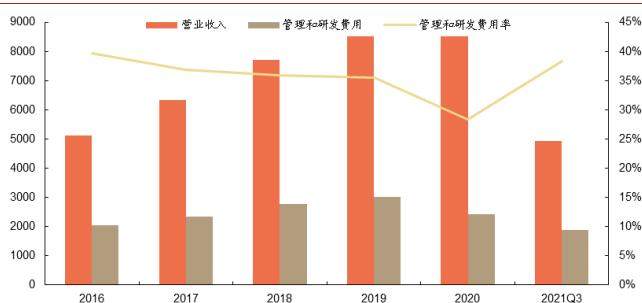
资料来源：公司年报 申港证券研究所

降本增效，管理费率逐年降低。自 2018 年以来，因管理费团队建设稳定及管理均摊降低，所以管理费率呈现逐年下降的趋势，我们认为未来管理费率会保持相对稳定的水平。

加大云服务投入，研发费率总体呈升高趋势。2018 年-2020 年，公司研发费率保持相对稳定状态，2021H1 呈现大幅度提高，这和公司在年报中披露的信息一致，未来要持续加大研发投入，我们认为未来 5 年研发费率会稳步逐年升高。

图16：历年管理和研发费用及占比（万元）

图17：部分年研发费用及占比（万元）



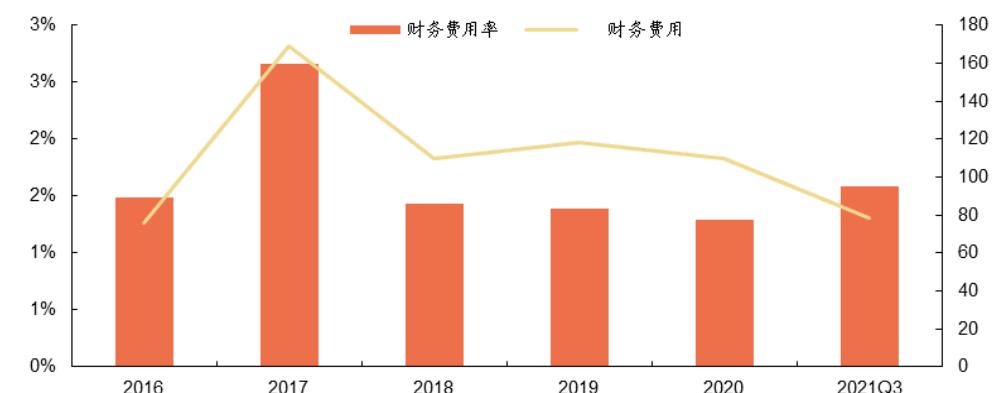
资料来源：公司年报 申港证券研究所



资料来源：公司年报 申港证券研究所

**财务费率保持稳定的态势。**2016-2020 年，公司财务费率保持相对稳定，根据最新的年报披露信息，我们认为未来财务费率基本会保持稳定状态。

图18：历年财务费用及占比（万元）

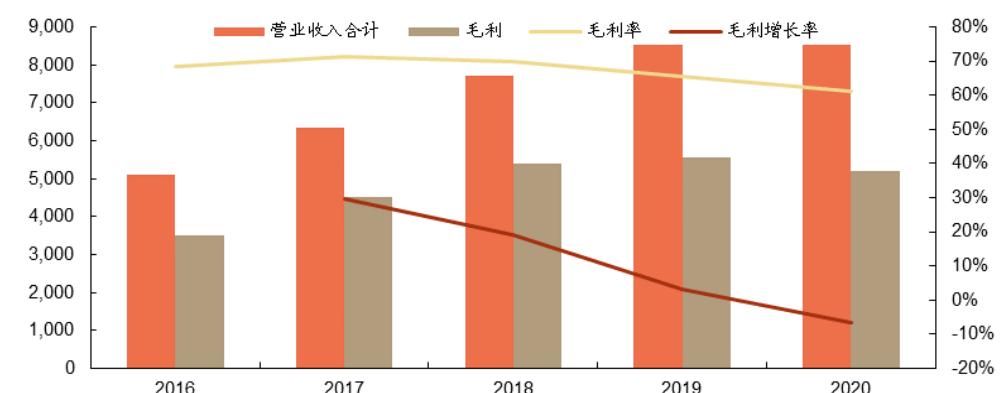


资料来源：公司年报 申港证券研究所

#### 1.4.3 毛利率及净利率：依托云转型 毛利率和净利率双提升

**毛利率总体稳定，未来持续看好。**2016-2018 年，公司毛利率保持在 70% 左右，2019 和 2020 年略有下降，主要原因是技术服务及培训业务毛利率下滑以及新冠疫情。未来随着云业务的拓展以及产品的标准化加深，参考 Salesforce，我们认为毛利率会稳定保持在 80% 以上。

图19：历年毛利率及变化率（百万）

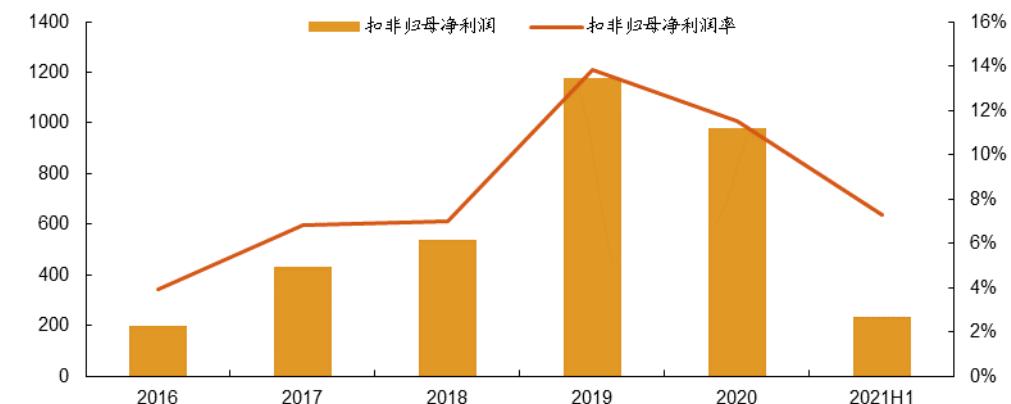


资料来源：公司年报 申港证券研究所

**扣非归母净利润稳步增长，未来持续走高。**2016-2019 年公司净利润稳定增长，

受疫情以及云转型前期投入影响，2020 年净利润有所下降。随着云服务业务的扩大和前期投入的逐步完成，以及订阅收费模式的普及，参考 Adobe，我们认为公司净利润率会持续走高，最终保持在 30%以上。

**图20：历年扣非归母净利润变化（百万）**

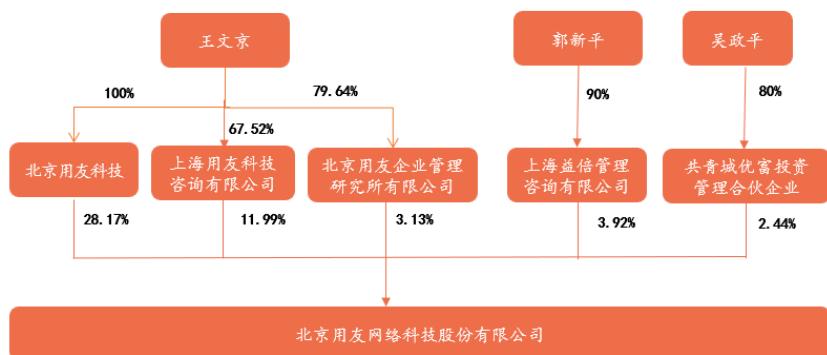


资料来源：公司年报 申港证券研究所

## 1.5 管理层背景复合 大股东持股稳定

公司管理层复合背景，能力不负众望。创始人王文京先生，从业经验超过 40 年，曾就职国务院财务司，既熟悉客户需求，又熟悉产品特性，在财务系统领域有自己独特的从业经验。副董事长郭新平等不仅有财政部工作经验，更具有很深的行业经验和一线经验。

**图21：公司股权结构**



资料来源：wind 申港证券研究所

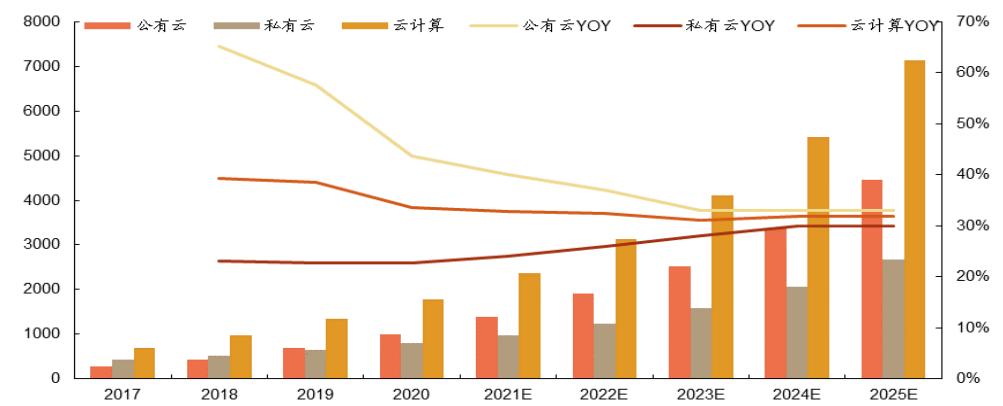
公司股权结构稳定，创始人对公司可控。持股 5%以上股东分别为北京用友科技有限公司与上海用友科技咨询有限公司，分别持股 28.17%与 11.99%，两大控股股东的实际控制人均为公司董事长兼 CEO 王文京先生。副董事长郭新平与董事吴政平分别通过控股上海益倍管理咨询有限公司与共青城优富投资管理合伙企业分别持有公司 3.92%与 2.44%的股份。

## 2. 行业：数智化 国产化和工业互联网 提振市场空间

### 2.1 云计算市场规模迅速增长 有望超 5000 亿

云计算高速发展，预计 24 年将超过 5000 亿。《中国互联网发展报告（2021）》指出，2020 年我国云计算市场规模达到 1781.8 亿元，增速为 33.6%，其中公有云为 990.6 亿元，私有云为 791.2 亿元。我们认为 2021 年是我国进入“十四五”规划的开局之年，随着数字经济快速发展，公有云领衔，私有云跟进，云计算将持续保持高速增长，预计 2024 年达到 5417 亿元，年复合增长率为 32%。

图22：2017-2025 云计算市场规模（亿元）



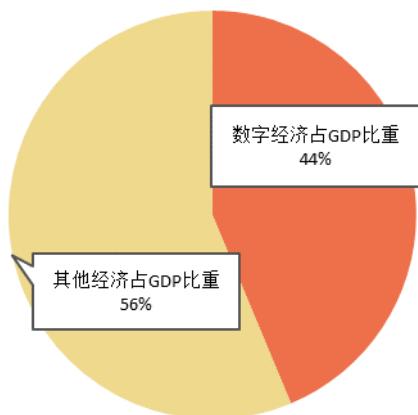
资料来源：中国互联网发展报告（2021）申港证券研究所

### 2.2 ERP 迎来企业数智化和国产化的市场机遇

#### 2.2.1 2025 年企业数智化市场规模将达 65 万亿元

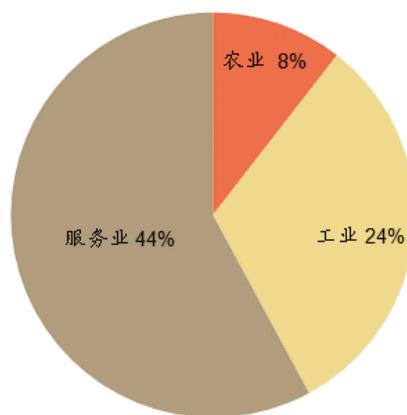
我国数字经济占 GDP 比重偏低，市场空间巨大。根据信通院数据，2020 年全球数字经济占 GDP 高达 56.3%，我国目前只有 38.6%。三大产业中，农业、工业以及服务业渗透率分别为 8%、24% 以及 44%，目前我国对应的渗透率分别为 8%、21% 以及 40%，数字化空间巨大。

图23：2020 年全球 GDP 内部结构



资料来源：信通院 申港证券研究所

图24：2020 年全球三大产业数字经济渗透率

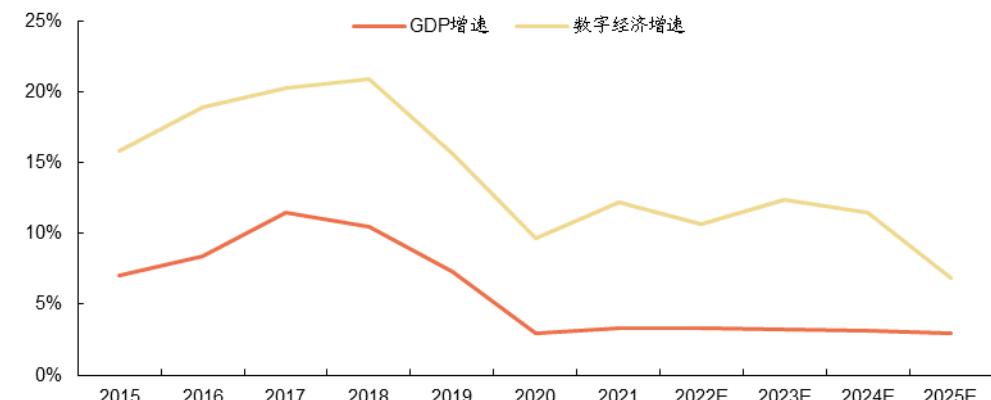


资料来源：信通院 申港证券研究所

我国数字经济增长率与 GDP 增长率保持同频。2015 年到 2021 年，数字经济增长率与 GDP 增速保持正相关，这是因为数字化的进程与政府预算、企业预算等成正

比，所以 GDP 在很大程度上影响着数字化进程。所以，我们认为，未来数字经济增速依然与 GDP 增速保持正相关。

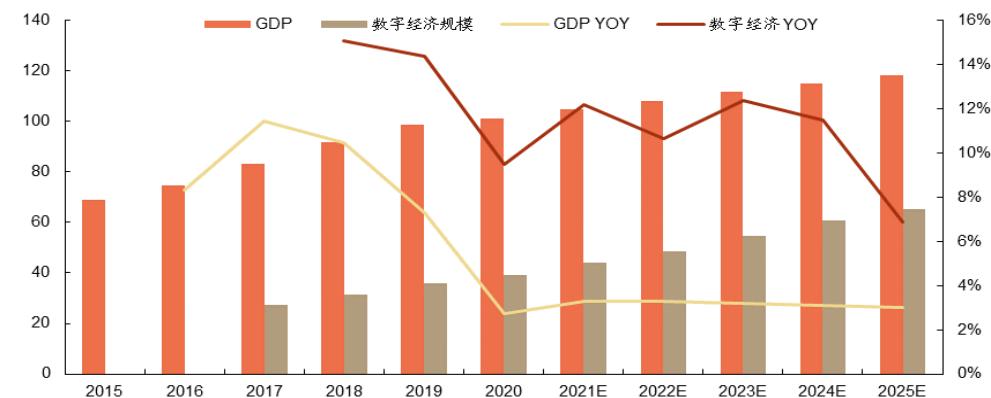
图25：2015-2025 年我国数字经济增长率与 GDP 增长率



资料来源：信通院 申港证券研究所

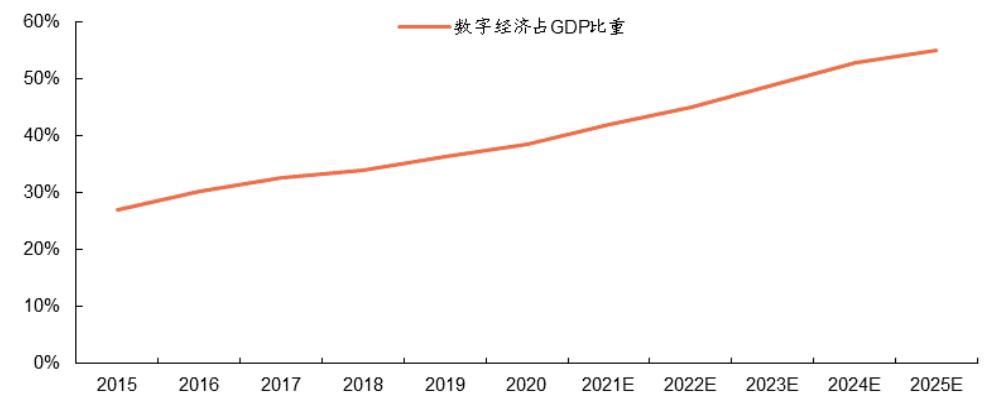
预计数字经济占 GDP 比重可达 55%，市场规模高达 65 万亿元。2020 年全球数字经济占 GDP 高达 38.6%，结合数字经济随着 GDP 增速变化规律可推断，2025 年我国数字经济市场规模将占 GDP 比重 55%，市场规模可高达 65 万亿元，2020 年数字经济规模是 39.2 万亿，5 年复合增长率为 11%。

图26：2015-2025 年 GDP 及数字经济市场规模（万亿）



资料来源：信通院 申港证券研究所

图27：2015-2025 年数字经济占 GDP 比重



资料来源：信通院 申港证券研究所

## 2.2.2 国产化替代 ERP 短期超 1000 亿 长期可达 5000 亿

**国际环境变化莫测，国产化需求迫切。**自 2017 年 12 月，美国《国家安全战略报告》中，把中国定义为主要“战略对手”和“竞争者”。截至目前，超过 296 家中国企业受到美国制裁，主要涉及 5G、半导体、人工智能、航天航空等核心领域，对华企业制裁力度空前。在国际环境如此变化下，国产化需求已不仅仅是经济问题，更是民生、国防及安全需要。

表4：美国对华实体清单汇总

日期	事件简介	相关清单
2020 年 8 月	将华为在全球 21 个国家/地区的 38 家分支机构加入“实体清单”	华为等相关产业企业
2020 年 7 月	11 家中国企业列入到“实体清单”	欧菲光、华大基因、溢达纺织等
2020 年 5 月	33 家中国科技公司及机构列入出口管制名单	360、云从、烽火、哈尔滨工业大学等
2019 年 10 月	28 家中国的机构和公司列入“实体名单”	大华、海康、科大讯飞、旷视、商汤等
2019 年 8 月	新增 46 家与华为有关联的企业，列入“实体清单”	华为海外分支机构
2019 年 8 月	中广核集团及其关联公司共 4 家公司加入“实体清单”	中国广核集团、中国广核研究院等
2019 年 6 月	五家中国实体列入了出口管制“实体名单”	中科曙光及子公司
2019 年 5 月	华为及其 68 家非美国关联企业列入“实体清单”。	华为及子公司
2018 年 8 月	44 家中国企业列入出口管制实体清单	航天科技、中国电子科技集团、中国高新技术产业进出口总公司等实体或机构

资料来源：搜狐网 百度网 申港证券研究所

**国产化政策密集出台，持续国产化是必然选择。**从《中国制造 2025》发布以来，国家出台密集的政策和指导意见来对对软件的自主可控和国产化一步步做出要求。为了更好应对变化莫测的国际环境，《国家信息化发展战略纲要》明确了 ERP 软件系统及其国产化发展方向的重要意义，将加快 ERP 国产化替代步伐。

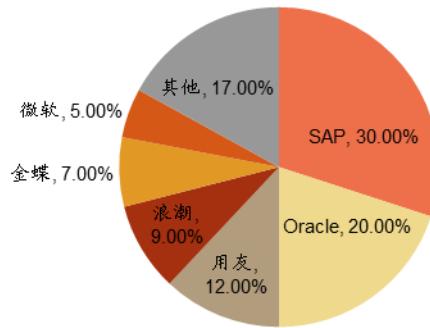
表5：国产化相关政策汇总

政策名称	颁布时间	颁布主体	主要内容
《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	2020 年 8 月	国资委	就推动国有企业数字化转型做出全面部署，系统明确国有企业数字化转型的基础、方向、重点和举措，吹响国企数字化转型号角
《信息安全技术-网络安全等级保护基本要求》	2019 年 5 月	全国信息安全标准化技术委员会	等级保护对象由原来信息系统调整为基础信息网络、信息系统（含采用移动互联技术的系统）、云计算平台/系统、大数据应用/平台/资源、物联网和工业控制系统等
《关于开展 2017 年电信和互联网行业网络安全试点示范工作的通知》	2017 年 7 月	工业和信息化部	聚焦电信和互联网行业网络安全保障关键环节，引导企业加强技术手段建设，推广创新网络安全最佳实践，增强企业防范和应对网络安全威胁的能力，拉动网络安全产业发展，提升电信和互联网行业网络安全技术防护水平
《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	2017 年 7 月	国家互联网信息办公室	对关键信息基础设施的范围、各监管部门的职责、运营者的安全保护义务以及安全检测评估制度提出了更具体、操作性更强的要求，为开展关键信息基础设施的安全保护工作提供了重要的法律支撑
《网络安全法》	2017 年 6 月	十二届全国人大常委会	保障网络安全，维护国家和国民利益。
《网络产品和服务安全审查办法》	2017 年 5 月	国家互联网信息办公室	要求各级党政部门、重点行业优先采购已经通过审查的产品
《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015 年 7 月	国务院	支持工业软件、新兴工业 APP 的研发应用，发展自主可控工业操作系统及实时数据库等基础软件，提升设计、仿真、管理、控制类工业软件的国产化率和应用水平

资料来源：各级政府官网 人民日报 百度网 申港证券研究所

国产化为国内 ERP 厂商提供新的机遇，有望做到弯道超车。在高端 ERP 市场，SAP 和 oracle 一直处于龙头垄断地位，国内高端 ERP 市场中 SAP 和 Oracle 合计占比为 50%，用友占据 12% 份额，因此未来国产化替代空间十分广阔，所以企业数字化将是国内 ERP 厂家弯道超车的好机遇。

图28：2019 年高端 ERP 市场份额



资料来源：产业信息网 申港证券研究所

ERP 国产化替代加速，长期潜在市场空间超 5000 亿。

- ◆ **相关企业数量估算：**预估目前国内巨型企业（大于 100 亿营收）、大型（大于 30 亿营收）、中型（大于 5000 万营收）、小微企业（小于 5000 万营收）数量分别约为 1000 家、1 万家、900 万家及 2000 万家。
- ◆ **相关企业客单价：**预估超大型企业单价约为 1000 万元、大型企业单价约 150 万元、中型企业单价约 5 万元、小微企业单价约 5000 元。
- ◆ **长期潜在市场空间：**综上，国内泛 ERP 潜在年化市场空间可达到 5750 亿元。

表6：ERP 市场规模测算

企业类型	数量 (家)	单价 (万元)	市场空间 (亿元)	渗透率	市场规模 (亿元)
巨型企业	1000	1000	100	100%	100
大型企业	10000	150	150	100%	150
中型企业	900 万	5	4500	30%	1350
小微企业	2000 万	0.5	1000	10%	100

资料来源：新浪财经 搜狐网 百度网 wind 申港证券研究所

短期（2025 年）高端市场替代规模超千亿，大中型客户为主要来源，各级企业市场规模如下：

- ◆ **巨型和大型企业：**假设云 ERP 渗透率 100%，预计 ERP 年化市场规模约 250 亿元。
- ◆ **中型企业：**假设云 ERP 渗透率 30%，预计年化市场规模约 1350 亿元。
- ◆ **小微企业：**假设云 ERP 渗透率 10%，预计 ERP 年化市场规模约 100 亿元。
- ◆ **短期市场规模：**综上，我们认为 ERP 短期年化市场规模可达到 1700 亿元，大中型企业为市场主要来源。

## 2.3 ERP 云化是一次新的产品变革

企业服务上云是数字化转型的关键，云计算可以提供诸多优势。随需扩展、分布式计算、虚拟化、动态可扩展等一系列特性优势，数字化转型企业基于该优势进行部署，在降低客户部署成本的同时，提高数据安全性。

**ERP 云化是 1+1>2，有效提升产品服务边界。**ERP 上云后，整合了传统 ERP 软件和云计算平台化的优势，可以做到对所有产品进行统一产品管理和平台化管理，前台销售业务应用，中台整合进行生态建设，由传统软件收费模式开拓出平台收佣模式和订阅收费模式，拓展企业收入来源以及提供可持续的现金收入源。

## 2.4 大型企业客户才是云业务推广的核心

**大型企业具有很好的宣传案例效应。**大型企业客户不但有稳定的付费能力，更是行业的标杆和样本，项目交付过程中很多厂家会无视利润来服务一些标杆企业，为的就是行业标杆效应。具有典型案例和服务经验的厂家更易得大型企业的青睐，从而获得更多的项目机会，这本身就是一个良性循环。

**大型企业可以带来持续稳定的收入。**厂家服务大型企业是一个系统化的工程，这不但需要丰富满足客户需要的产品和解决方案，更需要顶层设计和系统规划，业务中台的搭建，同时也需要产品和技术的落地，所以服务大型企业具有很高的行业壁垒，一旦突破行业壁垒成功服务大客户，大型客户粘性是其他类型客户无法比拟的，长远看一定会带来持久且稳定的收入。

中小微企业生命周期短、对管理软件付费意愿低、付费能力弱。

- ◆ **生命周期短：**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，生命周期短。
- ◆ **付费意愿低：**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，中小企业付费意愿低。
- ◆ **付费能力弱：**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，30.36%的中小企业反映融资困难，这些都导致付费能力低。

## 2.5 工业互联网：5G 提速 工业互联网时代来临

### 2.5.1 5G 逐步普及 助力工业互联网加速推进

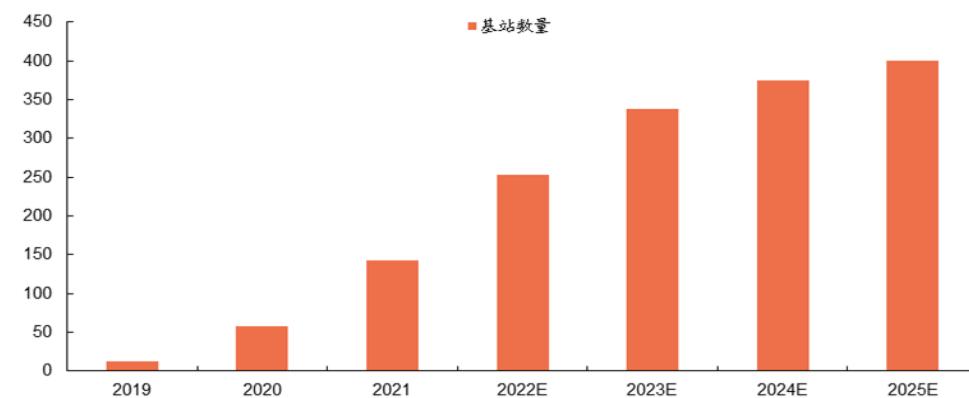
**R16 标准，实现了从“能用”到“好用”，成为 5G 商用进程中的重要里程碑。**2020 年 7 月 3 日，国际标准组织 3GPP 宣布 5G R16 标准冻结，标志着 5G 第一个演进版本标准正式完成。R16 主要功能分为“向垂直行业扩展”和“功能增强”两大类，其中向垂直行业扩展是 R16 的重头戏，R16 标准的冻结意味着 5G 可以正式助力工业互联网。

**5G 商用的推进为工业互联网的创新发展按下了加速键。**工业互联网通过人、机、物的全面互联，推动形成了全新的工业生产制造和服务体系。但是由于实时传输、

连接数量等技术方面的问题，工业互联网未能全面落地。5G 超大带宽、海量数据、超低时延的特性，作为工业互联的通讯管道，开启了万物互联的全连接世界，为数字经济释放出无限潜能。

**5G 基站如期建设，助力 5G 商用普及。**2021 年 11 月 16 日，工业和信息化部召开“十四五”信息通信行业发展规划新闻发布会，宣布到 2025 年力争每万人拥有 5G 基站数达 26 个，所以我们认为 2025 年 5G 基站数量将达到 400 万台，为 5G 普及和商用全面奠定基础。

**图29：2019-2025 年 5G 基站建设数量（万台）**

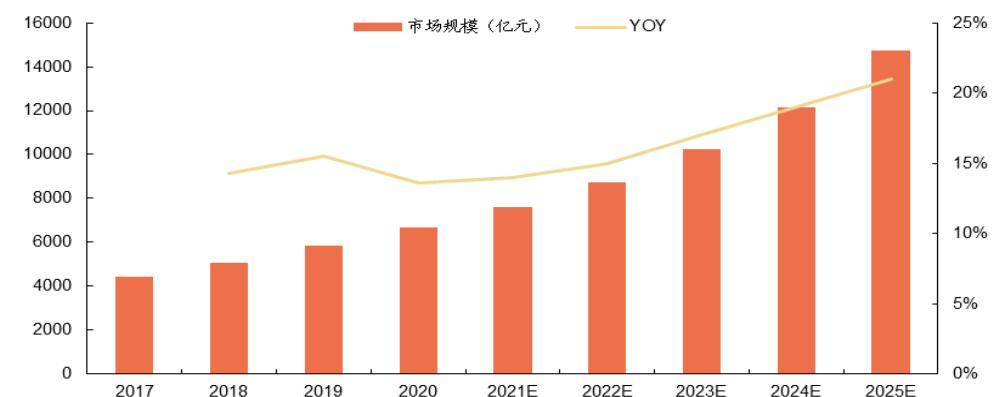


资料来源：工信部 申港证券研究所

### 2.5.2 工业互联网市场规模将超万亿

**5G+政策利好，工业互联网市场规模有望超万亿。**2017-2020 年，工业互联网市场规模增速稳定在 14%上下。随着 5G 技术快速发展，为工业互联网的发展提供有利的技术支持，以及国家出台相关工业互联网利好政策，中国工业互联网行业发展增速加快，我们认为未来增速会逐步提高，2021 年-2025 年，分别给予 12%、15%、17%、19 以及 21% 的增速，预计 2023 年将超 10000 亿，2020 年-2023 年，复合增长率为 15.3%。

**图30：2017-2025 年中国工业互联网行业市场规模及预测（亿元）**



资料来源：艾媒咨询 申港证券研究所

### 2.5.3 用友精智工业互联网平台推动行业进程

用友精智工业互联网平台，是用友 BIP 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。

图31：“工业互联网+产业集群/工业园区”平台



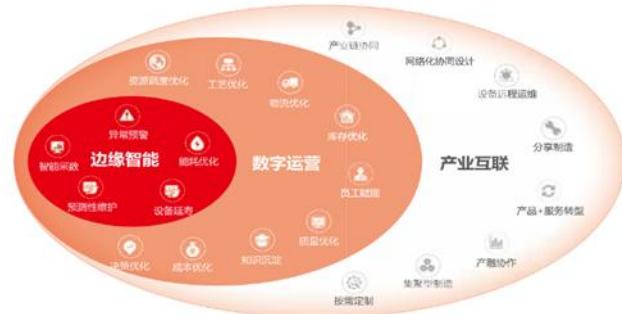
2020 年用友精智工业互联网平台发布四大核心能力：制造中台、AIoT 平台、工业大脑、标识解析。

图32：用友精智工业互联网平台四大核心能力



资料来源：用友精智画册 2021 申港证券研究所

图33：用友精智工业互联网平台应用场景



资料来源：用友精智画册 2021 申港证券研究所

◆ 纯云原生的制造中台：基于 iuap5.0 搭建的面向制造企业的中台服务，融合 IT、OT、AI 及企业核心业务模型，并集成了 3D 可视化等新技术，面向工厂级、集团级、社会级提供不同 SaaS 应用。帮助大型工厂企业管控安全、提高质量、增升效率、降低成本、缩短交期，提升企业的综合竞争力。

图34：制造中台架构图



资料来源：用友精智画册 2021 申港证券研究所

- **AIoT 平台**: 三层架构: 应用层、接入层以及设备层, 设备层接入 80% 主流设备, 接入层进行数据上行和指令下行, 从而全面支撑用友云服务, 助力工业互联网。

图35: AIoT 平台架构图



资料来源: 用友精智画册 2021 中港证券研究所

- **基于智能算法的工业大脑**: 基于 30 余年服务 46 万家工业企业的经验积淀, 利用智能算法帮助企业构建行业化、场景化算法工厂, 让生产更简单, 质量更稳定, 成本更低廉, 决策更科学。

图36: 工业大脑产品架构图



资料来源: 用友精智画册 2021 中港证券研究所

- **标识解析**: 主要包括产品信息查询、防伪查询、防窜货管理以及全程追溯, 实现产品信息真伪可查, 治理窜货维护市场秩序, 提升企业产品竞争力和市场形象, 增加客户粘性, 助力企业数智化转型。

**充分运用管理软件起步的优势, 找准行业定位。**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, 是连接互联网和工业的中间管道, 是企业上云必不可少的枢纽。基于该优势, 我们认为用友与上述友商更多的是合作, 携手共分蛋糕。

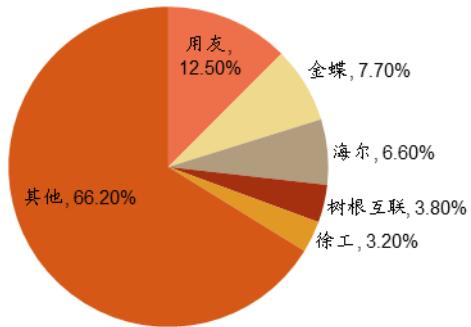
图37: 用友精智互联网平台整体业务流程



资料来源：公司官网 申港证券研究所

**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38：2020年下半年用友在中国工业云应用解决方案市场份额**



资料来源：IDC 申港证券研究所

## 2.6 混合云更符合当下大型企业的需求

客户的需求才是主导行业前进的主要动力，这是很多行业发展的共同选择。

### 2.6.1 公有云与大型客户需求并不完全匹配

公有云无法满足大型客户的需求。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，大型客户主要有以下需求：

- ◆ **大型客户需要旧网改造。**大型企业客户具有一些 IT 基础设备和网络设备基础，需要就行旧网改造，充分利用自己现有 IT 设备基础搭建云平台，这明显与纯公有云不匹配。
- ◆ **大型客户需要高度定制和深度融合。**大型企业客户本身流程和业务复杂，制度建立在流程上，流程建立在系统上，每一个环节都可能涉及到定制，所以这与公有云特有的标准化交付不太匹配。
- ◆ **大型企业客户更加倾向于买断制。**对于国内大型企业而言，由于政策和税科的

相关规定，更愿意进行买断制付费，而不是订阅付费，这明显与公有云订阅制付费模式不太匹配。

- **大型企业客户更倾向本地存储数据。**相对成本，大型企业更在意数据安全，公有云是将自己的数据存储在第三方数据中心，具有较大的数据风险，所以大型企业更倾向于本地部署和本地存储，这明显与公有云不太匹配。

### 2.6.2 ERP 系统部分也需要公有云部署方式

**公有云可以进行外部信息共享。**公有云可以提供社会化的信息与资源给企业，以帮助企业实时响应市场的变化与消费者需求，创造出低成本，更高效率的商业流程与模式。

**公有云可以提供高新技术支持。**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支持。

**公有云可以按照企业发展规模进行按需部署。**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、业务战略进行深度定制和改进。

### 2.6.3 混合云更能满足大型客户需求

**混合云部署，顾名思义就是混合多个部署方式。**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。

**混合云更能满足客户成本需求和功能需求。**利用混合云，客户就可以进行旧网改造，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，按需购买，等需求高峰过去就可以去掉这部分的开支，充分发挥私有云和公有云的优势。

## 3. 核心竞争力：技术引领 质优价廉 策略准确

用友始终聚焦于软件和云服务行业，专注信息技术在企业的应用和服务，产品历经 1.0 电算化、2.0 信息化和 3.0 数智化，推出商业创新平台 BIP，为数智商业的应用级基础设施和企业服务产业的共创平台，支撑和运行企业和公共组织的商业创新。

### 3.1 产品优势：技术引领 生态赋能

**YonBIP 不只是简单的工具软件，而是生态化的服务平台。**YonBIP 通过平台化和生态化的搭建，建立差异化的竞争优势和生态壁垒，利用商业创新平台使能客户更加简单便捷地进行商业创新，同时生态优势和资源，共同赋能企业服务产业发展。

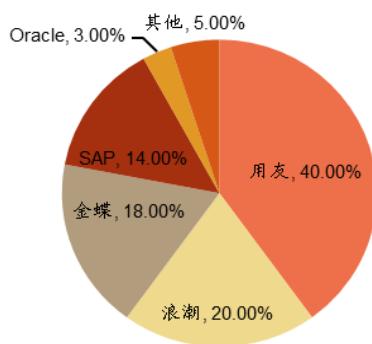
**云原生技术先行，助力产业互联网。**用友 YonBIP 采用了云原生/微服务、元数据驱动、中台化、数用分离的技术架构；基于社会级计算，支持社会化商业，突破企业边界，通过交易、连接、共享和协同，实现产业互联网。

用户界面优化更符合国人使用习惯。相比国外厂家，如 SAP 和 Oracle，用友产品界面优化更符合国人使用习惯，随着各厂家产品同质化加剧，这将在国产化替代过程中发挥越来越重要作用，更人性化的操作界面将会是用户选择的重要标准之一。

### 3.2 市场营销：龙头深耕大客户 营销服务网完善

**国产 SaaS 软件龙头企业。**国内整体 ERP 市场，用友占 40%，遥遥领先友商。同时据《IDC 中国企业级应用 SaaS 市场追踪报告，2019H2》显示，公司位居 2019 年中国 SaaS 市场占有率第一，并在财务云、供应链管理、企业资源管理 SaaS 等多个细分市场占据市场第一，处于市场领导地位。

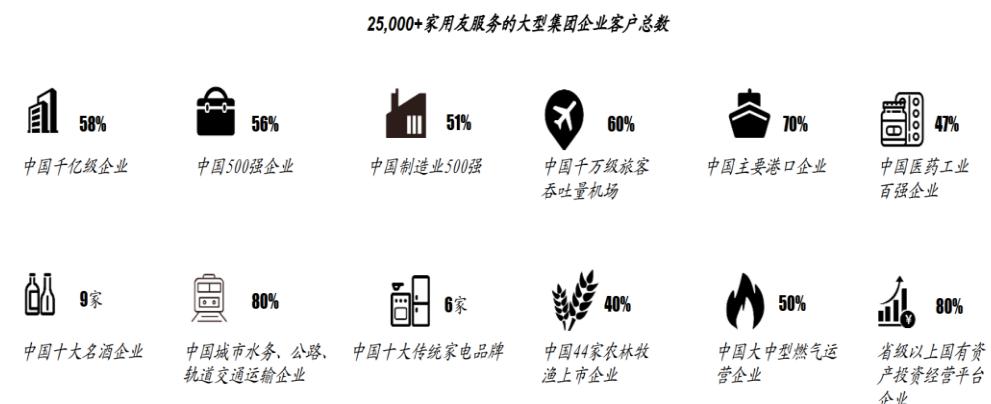
图39：国内整体 ERP 市场份额



资料来源：前瞻研究院 申港证券研究所

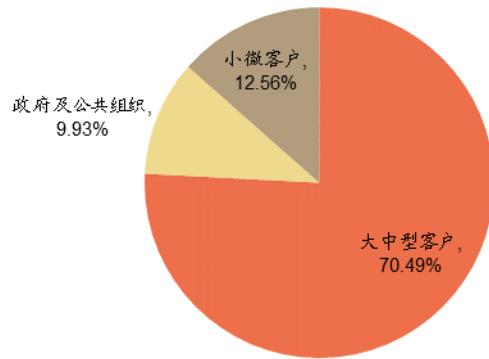
**具有丰富的大客户服务产品和经验。**根据 2021H1 年报，用友客户群中，大中型企业以及政府客户占 80% 以上，用友服务大客户的经验较丰富。相对国内友商，用友更加擅长定制化服务，大型客户具有复杂的定制化需求，所以用友在后续国产替代中将更具优势。

图40：用友服务客户画像



资料来源：2018 年投资者交流会 申港证券研究所

图41：2021H1 用友网络云收入客户结构



资料来源：公司年报 申港证券研究所

**公司拥有完善的营销和服务网络。**用友中高端客户业务营销服务网络遍布全国，拥有百余家分支机构，开展客户营销、销售、服务等业务，为国内大中型企业提供及时快捷的本地化贴身服务。

### 3.3 服务优势：服务更及时 性价比更高

**运维和售后服务更及时、更全面。**用友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，提供“全程服务模式”，包远程服务、现场服务等客户定制化服务，基本可以做到重大问题 2h 内响应，一般问题 24 小时内响应，提升客户价值与满意度，国外厂家基本做不到如此快的响应。

**国外厂商价格显著高于国内厂商，国内产假产品性价比更高。**国外厂家以 SAP 和 Oracle 为例，国内以用友和金蝶为例，同类型产品 Oracle 是国内厂家的 4 倍以上，SAP 是 8 倍以上，本土企业产品价格优势明显。

表7：国内外 ERP 厂商不同类型的公有云付费模式产品每单位用户年费对比（元）

产品	SAP			Oracle			金蝶			用友		
	Business One	Business ByDesign	S/4 HANA	Limited Edition	Mid-Market Edition	One World	KIS	K3	苍穹	畅捷通 Tcloud	U8C	NCC
年费（元）	11000	13000	18000	8000	8000	8000	500	1000	2000	1000	1500	2500

资料来源：各公司询价单 申港证券研究所

**国内厂家本地化定制更好，更符合国人使用习惯。**由于国内外客户使用习惯、成本控制模型以及商业模式等方面存在差异，导致产品从 UI 设计到顶层逻辑差异巨大，往往很难符合国人使用习惯，这就给深谙国内市场的厂家提供很大的机会。

### 3.4 信创优势：坚持自主研发 引领国产替代

**积极响应信创要求，坚持国产替代。**用友积极加入了相关行业组织机构，又与行业公司签署战略协议，在技术创新、产品研发、生态合作等方面持续支持我国信创产业发展，实现了从服务器、芯片、存储、操作系统、云计算 IaaS 到 SaaS 的信创全链条覆盖。

- **行业组织机构：**信息技术应用创新工作委员会、中国电子商会自主创新与安全

技术委员会、国家信息技术服务标准工作组等。

- ◆ **战略协议公司**：中国电子、华为、阿里云、紫光、中电普华、东方通、达梦、神州通用等。

图42：用友国产化适配体系



资料来源：公司微信公众号 申港证券研究所

**NCC 全方位适配国产化应用，安全性满足信创要求。** NCC 获得 PK 兼容认证、华为栈技术认证等，100% 支持国产化应用。此外，因等保 2.0 安全要求，NCC 2020 完美符合原则性、自身防护、提供能力等三方面要求。

- ◆ **原则性**：即服务器在中国境内，这样可以确保国家、企业和个人信息安全。
- ◆ **自身防护**：能实时检测和记录来自境内外网络的攻击，分析和网络攻击的特点和规律，并且实时进行优化，提高防御等级。
- ◆ **提供能力**：建立信息安全防火墙，保证客户隐私和数据安全。具有根据云服务客户业务需求提供通信传输、边界防护、入侵防范等安全机制的能力等。

图43：NC Cloud 全面支持国产化应用



资料来源：公司微信公众号 申港证券研究所

### 3.5 客户策略：精准客户画像 系统化服务策略

#### 3.5.1 针对大型客户：深度定制 主攻高端

**深耕大中型客户，全面响应客户需求。** 用友依靠在大型企业客户市场中积累的经验，已建立起一支能力优秀的团队，包括产品设计、实施交付及持续运维团队，具有丰富的经验及专业的业务能力。这些经验及能力作为公司的沉淀基础，为公司在面对企业服务市场的国产化等历史机遇时提供了坚实的能力保障和先发优势，

帮助公司抢占客户市场。

图44: 2020年NCC产品及服务收入与客户数量

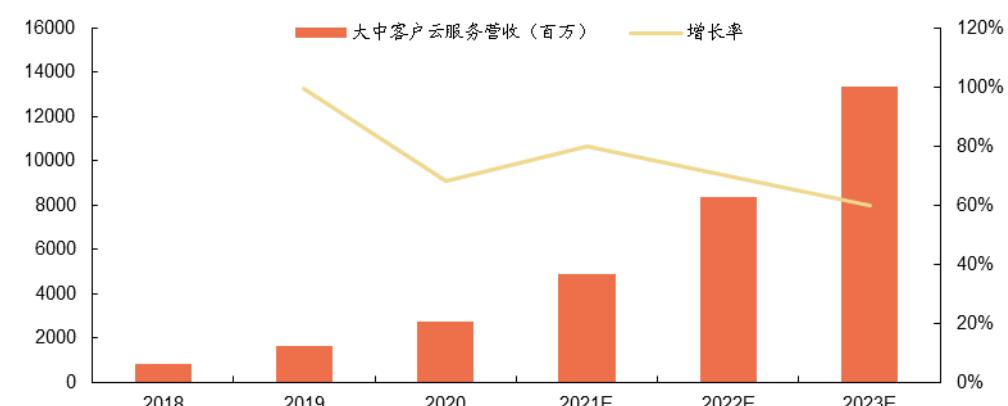


资料来源: 2020年用友年度报告 申港证券研究所

大型客户的商业准入壁垒极高。大型客户不但需要按照需求交付解决方案，更需要做到对行业和企业战略的理解，同时也能完成产品和方案的落地，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KnowHow，从而建立起自己的商业壁垒。

发力高端ERP市场，大中客户云服务收入有望超100亿。大型客户价值高、粘性高、市场空间大，是国内云计算市场的主要阵地。用友为大型客户提供了丰富灵活的部署方案，支持私有云、公有云以及混合云，支持买断制/订阅制，产品定制化和标准化结合。基于此，2018年-2020年快速增长，年复合增长率高达80%。鉴于用友丰富的大中客户资源和经验，我们认为大中客户云服务收入会持续增长，2023年超100亿。

图45: 2018-2023大中客户云服务收入变化 (百万)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

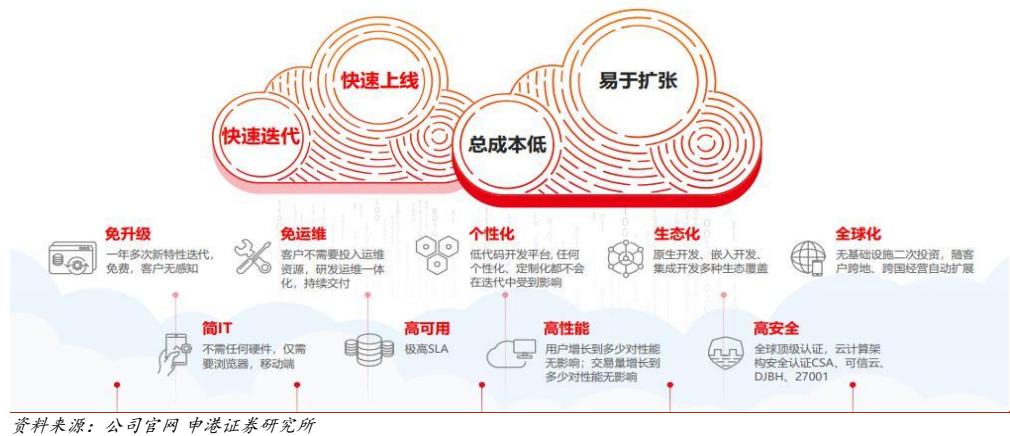
### 3.5.2 针对中型客户: 快速响应 弯道超车

中型企业更加注重创新和改革。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。

**YonSuite** 以 SaaS 形式推广，更好满足客户需求。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。

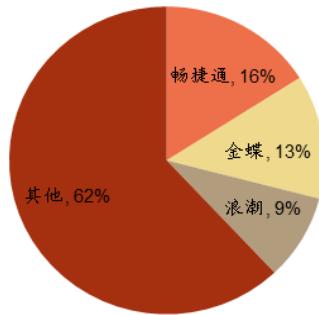
图46: YonSuite 基于云原生架构全新设计



### 3.5.3 针对小微客户：龙头稳固 持续领跑

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》，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%。鉴于畅捷通产品的竞争优势、市场占有率以及客户认可度，我们认为畅捷通将稳定增长，保持龙头地位。

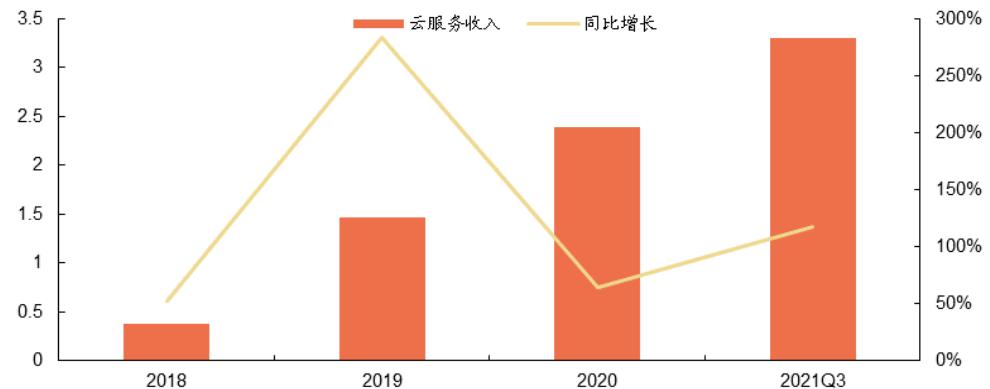
图47: 2020 年小微企业云市场市占率



资料来源：易观分析 申港证券研究所

推行 **SaaS** 服务，营收快速增长。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 Q3 年报披露，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%。

图48: 畅捷通云服务收入及增速（亿元）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

**构建生态联盟，扩展拓客渠道。**2020 年畅捷通营销网络遍布全国，生态建设成效初显，用友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，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49：畅捷通渠道伙伴与生态平台建设成果



资料来源：公司官网 申港证券研究所

## 4. 盈利预测与估值分析：22 年目标市值 1775.4 亿 给予“买入评级”

### 4.1 盈利预测：乘“云”前行 营收毛利全开花

#### 4.1.1 营收：云服务领跑 1 年破百亿

**云服务：**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，参考 2020 年增速，我们预计用友云服务 2021-2023 年收入增速分别为 80.55%/71.49%/62.28%，预计营收分别为 61.79/105.97/171.96 亿元。

**传统软件：**目前国内企业数字化趋势正热，上云成为企业首选方案，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 -25%/-30%/-35%，预计营收分别是 30.33/21.22/13.79 亿元。

**金融业务：**因金融业务已经剥离，我们预计 2021-2023 年增速为 -80%/-90%/-100%，所以营收分别为 2/0.2/0 亿元。

**其他业务：**我们预计 2021-2023 年该业务收入保持稳定，2021-2023 年营收分别

为 55.21/55.21/55.21。

通过以上分析，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 94.76 亿元、127.72 亿元和 186.28 亿元，同比增长 11.17%/34.78% 和 /45.85%。

**表8：2021-2023 年营收预测（百万）**

科目	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	8,524.59	9,476.65	12,772.51	18,628.95
YOY	0.18%	11.17%	34.78%	45.85%
1、云服务	3,422.49	6,179.29	10,596.66	17,196.12
YOY	73.71%	80.55%	71.49%	62.28%
1.1、大中型客户	2,725.61	4,906.10	8,340.37	13,344.59
YOY	67.90%	80.00%	70.00%	60.00%
1.2、政府及公益组织	455.74	911.48	1,731.81	3,117.26
YOY	126.87%	100.00%	90.00%	80.00%
1.3、小微企业	241.14	361.71	524.48	734.27
YOY	65.16%	50.00%	45.00%	40.00%
2、传统软件	4,043.68	3,032.76	2,122.93	1,379.91
YOY	-22.16%	-25.00%	-30.00%	-35.00%
3、金融业务	1,004.82	200.96	20.10	0.00
YOY	-22.26%	-80.00%	-90.00%	-100.00%
4、其他业务	53.60	55.21	55.21	55.21
YOY	3.35%	3.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind 申港证券研究所

#### 4.1.2 毛利率：云服务持续贡献 传统软件逐步降低

**云服务：**云服务毛利率相对比较稳定，所以参考 2020 年毛利，我们预计 2021-2023 年毛利率稳定为 81.6%/81%/82.00%。

**软件业务：**虽然传统软件市场份额会快速降低，但是有后期的运维和调试，所以会保持相对稳定的毛利率，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 50%/47%/45%。

**金融业务：**因业务相对稳定且已经剥离，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 19%/19%/19%。

**其他业务：**相对稳定，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 20%/70%/70%。

**表9：2021-2023 年毛利率预测**

科目	2020A	2021E	2022E	2023E
云服务	81.60%	80.00%	81.00%	82.00%
传统软件	53.93%	50.00%	47.00%	45.00%
金融业务	19%	19%	19%	19%
其他业务	76.1%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源：Wind 申港证券研究所

#### 4.1.3 费用率：业务扩张迅速 费用率稳步提高

**销售费用率：**根据 2021Q3 年报，用友未来会加大对经销商激励，同时会持续招募高端销售人才，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 20%/21%/22%。

**管理费用率：**因为业务快速扩张，管理费用率会持续增加，我们预计用友的管理

费用率 2021-2023 年分别为 15%/16%/17%。

**研发费用率：**2022 年公司继续加大研发 YonBIP，且根据 2021Q3 年报，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 20%/21%/22%。

表10：2021-2023 年毛利率预测

科目	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.03%	20.00%	21.00%	22.00%
管理费用率	11.25%	15.00%	16.00%	17.00%
研发费用率	17.12%	20.00%	21.00%	22.00%

资料来源：Wind 申港证券研究所

## 4.2 用友云服务宜采用 PS 估值法

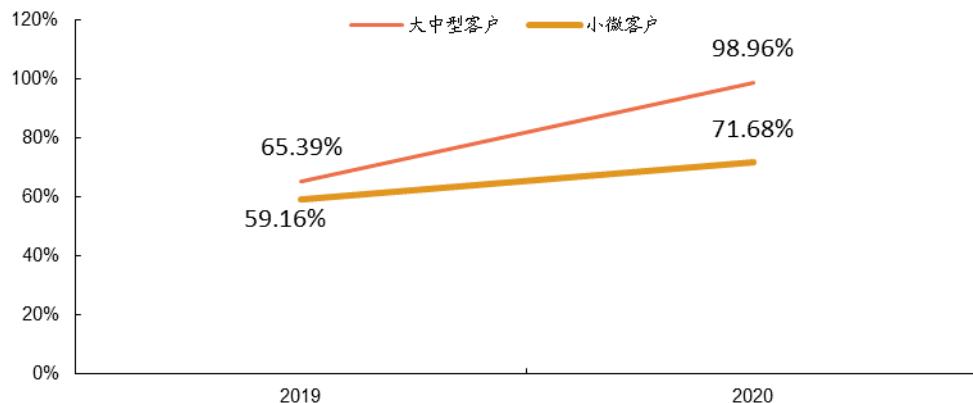
**PS** 法是成长企业在高速发展时常用的估值方法。**PS** 估值法适用于当下因研发、销售等投入导致暂未盈利或盈利水平较低的成长型企业。市盈率=市销率/净利润率，假设市盈率不变，市销率和净利润率将呈正相关，即若要求一个较低的市销率，则无法同时得到一个较高的净利润率。因此，**PS** 法是 SaaS 企业在高速发展时期常用的估值方法。

云服务采用 **PS**，传统软件采用 **PE**。用友正处于云转型，转型期新业务拓展迅速，研发费用、拓客费用、营销费用以及销售费用会占比比较大，且会持续升高，所以势必会影响净利润，所以此时云服务宜采用 **PS** 估值法，而传统软件市场相对成熟，宜采用 **PE** 估值法。

## 4.3 SaaS 企业具有更高的 PS

订阅收费模式客户粘性高，大中客户续费率高达 **98.96%**。根据公众号公布数据，2020 年用友大中型客户 98.95%，小微客户续费 71.68%，客户续费率逐年稳步上升，据最新的 2021 年 Q3 季报数据，大型客户续费率高达 108.26%，小微客户续费率高达 80.05%。所以，随着用友产品和服务的不断提升，疫情对小微企业造成的压力降低，我们认为大中型企业和小微企业续费率会稳定提高。

图50：各类客户订阅续费率



资料来源：公司微信公众号 申港证券研究所

订阅收费模式收入增长持续可预见。SaaS 模式下，客户只需逐年向软件服务提供

商订阅服务，不需购买软硬件、建设相关机房或招聘 IT 人员等，具有高度的灵活性、可靠性以及强大的扩展性，对于客户能够大幅降低前期一次性投入成本、运维成本以及后期运维费用，对于厂家可以增加客户粘性及获得更高收入。

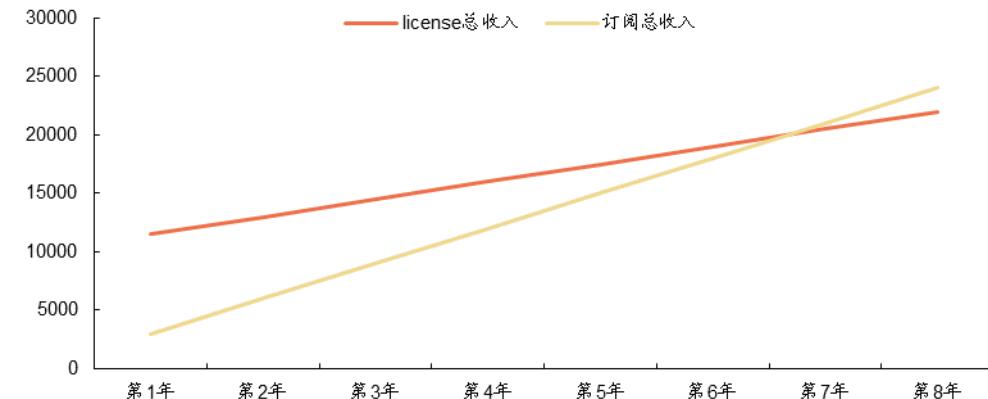
- ◆ **License 模式假设前提：**假设某 license 产品价格为 10000 元，运维费按照 15% 逐年收取。
- ◆ **订阅模式假设前提：**按照行业平均水平 30% 计算，逐年收取。

表11：License 模式和订阅模式总收入测算（元）

模式	收费项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年
License 模式	授权和实施费用	10000	0	0	0	0	0	0	0
	运维服务费率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
	运维服务费	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
订阅模式	累计总收入	11500	13000	14500	16000	17500	19000	20500	22000
	订阅年费	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
	累计总收入	3000	6000	9000	12000	15000	18000	21000	24000

资料来源：申港证券研究所

图51：License 模式和订阅模式总收入变化图（元）



资料来源：申港证券研究所

#### 4.4 估值分析和投资建议

采用分部估值法。因用友正处于云订阅模式转型的关键阶段，目前云收入和传统软件收入占比相当，未来订阅模式收费将是公司主要收入来源，公司传统软件业务规模需要缓慢降低，所以我们将公司整体业务分别剥离来进行分部估值。

- ◆ **云服务业务-PS 估值法：**根据公司 2021Q3 报告，公司会持续加大云投入，随着 YonBIP 产品全面推广 SaaS 订阅模式，可预见未来 SaaS 收入占比会不断提升，从而带动公司营收快速增加，毛利率和利润率显著提升，管理、研发、销售费用率会逐步下降，属于行业龙头企业。因此，我们给予公司 2022 年 13 倍 PS，预计 2022 年云业务实现营收 105.97 亿元，则对应 2022 年云业务估值 1377.61 亿元。

表12：可比公司 PS 估值水平

代码	公司简称	总市值（亿元）	营收（亿元）			PS		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002410.SZ	广联达	668.3	52.03	64.42	78.18	12.84	10.37	8.55
688111.SH	金山办公	1,014.34	33.19	46.55	62.93	30.56	21.79	16.12
603039.SH	泛微网络	174.60	20.11	25.96	32.56	8.68	6.73	5.36

300454.SZ	深信服	609.56	70.57	95.83	124.24	8.64	6.36	4.91
0909.HK	明源云	270.23	23.36	31.19	42.27	11.57	8.66	6.39
0268.HK	金蝶国际	532.99	42.28	53.28	67.19	12.61	10.00	7.93
均值						14.15	10.65	8.21
600588.SH	用友网络	1129.63	94.77	127.73	186.29	11.92	8.84	6.06

资料来源: Wind 申港证券研究所

◆ **传统软件业务-PE 估值法:** 预计 2022 年公司软件业务实现营收 21.23 亿元, 按照软件行业平均净利润率 20%计算, 则预计 22 年公司软件业务净利润为 4.25 亿元。选取各软件业务细分领域龙头恒生电子和超图软件作为对标, 考虑公司软件业务呈现下降趋势, 给予公司软件业务 2022 年 35 倍 PE, 则公司软件业务 2022 年 148.61 亿元估值。

表13: 可比公司 PE 估值水平

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600570.SH	恒生电子	54.79	800.79	1.02	1.27	1.56	53.65	43.15	35.08
300036.SZ	超图软件	23.14	113.28	0.61	0.79	1.01	39.69	30.48	23.96
	均值			1.89	2.35	2.94	41.40	32.91	26.36
600588.SH	用友网络	32.87	1129.63	0.34	0.52	0.77	96.50	62.85	42.96

资料来源: Wind 申港证券研究所

**投资建议:** 我们给予公司 22 年目标市值 1526.22 亿元, 对应目标价 44.41 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

经济超预期下行风险、政策调整影响大型国企客户上云进度、产品研发迭代不及时影响项目交付、市场风险。

**表14：公司盈利预测表**

利润表					资产负债表					单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
营业收入	8510	8525	9477	12773	18629	流动资产合计	10168	8773	9066	11134	14854			
营业成本	2942	3321	2964	3154	3870	货币资金	7147	5605	5686	7025	9314			
营业税金及附加	113	99	104	134	186	应收账款	1234	1042	1142	1470	2042			
营业费用	1634	1537	1895	2682	4098	其他应收款	456	433	481	648	946			
管理费用	1389	959	1421	2044	3167	预付款项	90	95	88	94	115			
研发费用	1630	1459	1895	2682	4098	存货	23	423	455	432	477			
财务费用	118	110	142	192	279	其他流动资产	809	545	569	702	987			
资产减值损失	-36	-47	-50	-100	-150	非流动资产合计	7370	8177	8083	9760	11895			
公允价值变动收益	235	52	144	98	121	长期股权投资	1782	2473	2588	2587	2588			
投资净收益	287	75	100	120	140	固定资产	2510	2432	1184	1468	1972			
营业利润	1405	1121	1306	2006	2934	无形资产	0	0	0	0	0			
营业外收入	9	24	25	26	28	商誉	891	875	875	875	875			
营业外支出	10	18	20	22	24	其他非流动资产	69	9	9	13	19			
利润总额	1404	1126	1311	2010	2938	资产总计	17538	16950	17149	20894	26749			
所得税	83	75	85	129	185	流动负债合计	9112	7950	8066	10412	14210			
净利润	1321	1051	1226	1882	2753	短期借款	4236	2375	3585	4527	6391			
少数股东损益	138	63	111	171	250	应付账款	597	549	546	581	712			
归属母公司净利润	1183	989	1114	1711	2503	预收款项	1268	14	0	0	0			
EBITDA	2508	2134	1860	2840	4059	一年内到期的非流动负	90	45	68	56	62			
EPS (元)	0.48	0.31	0.34	0.52	0.77	非流动负债合计	132	453	90	121	176			
主要财务比率						长期借款	45	0	0	0	0			
						应付债券	0	0	0	0	0			
成长能力						负债合计	9244	8403	8156	10533	14386			
营业收入增长	10.46%	0.18%	11.17%	34.78%	45.85%	少数股东权益	1122	1004	1116	1287	1537			
营业利润增长	48.93%	-20.22%	16.52%	53.66%	46.23%	实收资本 (或股本)	2504	3270	3271	3271	3271			
归属于母公司净利润增	93.26%	-16.43%	12.70%	53.54%	46.29%	资本公积	1762	1096	1055	1055	1055			
获利能力						未分配利润	2395	2257	2870	3811	5187			
毛利率(%)	65.42%	61.05%	68.72%	75.30%	79.23%	归属母公司股东权益合	7173	7543	7877	9075	10826			
净利率(%)	15.53%	12.33%	12.93%	14.73%	14.78%	负债和所有者权益	17538	16950	17149	20894	26749			
总资产净利润(%)	6.75%	5.83%	6.50%	8.19%	9.36%	现金流量表	单位:百万元							
ROE(%)	16.49%	13.11%	14.14%	18.85%	23.12%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			

偿债能力						经营活动现金流	1533	1613	132	3063	3928
资产负债率(%)	53%	50%	48%	50%	54%	净利润	1321	1051	1226	1882	2753
流动比率	1.12	1.10	1.12	1.07	1.05	折旧摊销	312	334	412	642	846
速动比率	1.11	1.05	1.07	1.03	1.01	财务费用	118	110	142	192	279
营运能力						应付帐款减少	156	193	-101	-327	-572
总资产周转率	0.52	0.49	0.56	0.67	0.78	预收帐款增加	188	-1254	-14	0	0
应收账款周转率	6	7	9	10	11	投资活动现金流	-183	-894	10	-1950	-2477
应付账款周转率	16.17	14.88	17.32	22.68	28.81	公允价值变动收益	235	52	144	98	121
每股指标(元)						长期股权投资减少	-79	-691	-116	1	0
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.31	0.34	0.52	0.77	投资收益	287	75	100	120	140
每股净现金流(最新摊薄)	0.48	-0.49	0.02	0.41	0.70	筹资活动现金流	-155	-2315	-61	225	839
每股净资产(最新摊薄)	2.86	2.31	2.41	2.77	3.31	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-127	-45	0	0	0
P/E	72.73	112.61	102.49	66.75	45.63	普通股增加	586	767	0	0	0
P/B	12.19	15.14	14.50	12.58	10.55	资本公积增加	-359	-666	-41	0	0
EV/EBITDA	33.75	52.02	60.29	39.35	27.43	现金净增加额	1195	-1596	81	1339	2290

资料来源：公司财报，申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上