



## 买入（首次）

所属行业：计算机/计算机应用  
当前价格(元)：21.40  
合理区间(元)：31.29-35.83

### 证券分析师

赵伟博

资格编号：S0120521090001

邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

### 研究助理

陈嵩

邮箱：chensong3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.71	2.89	-7.05
相对涨幅(%)	-4.67	-4.49	-8.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 用友网络 (600588.SH) : 云转型助力大客户市场突破，平台化生态造就第二成长曲线

## 投资要点

- 用友网络是全球领先的企业与公共组织云服务及软件提供商，2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 12%/14%。公司成立于 1988 年，聚焦商业创新，面向企业、政府和公共组织提供以 ERP（企业资源管理）、BIP（商业创新平台）为代表的数智化软件产品、云服务及整体解决方案。公司领航国内企业服务市场多年，是中国企业数智化服务及软件自主创新领域标杆企业。
- 云化转型拉近产品力差距，大型企业市场国产替代正当时。根据我们的测算，2020 年大型企业 ERP 市场规模约 295 亿元，占国内 ERP 市场的比重接近 8 成，且主要由 SAP、Oracle 把持，19 年二者合计市占约 53%，国产替代的潜在规模约 262 亿。主要 ERP 厂商云转型后，产品力差距缩小，高端领域国产替代成为可能。此外，大型企业信息化战略重心从稳定性转移到差异化和敏捷性，也使得用友通过细分领域优势产品或平台切入大客户供应链变得更切实际。近两年公司在多领域斩获大量千万级项目，国投、中烟等大型标杆项目也佐证了用友高端市场国产替代的加速推进。
- BIP 助力用友打造产业互联网，走向生态化、平台化。从 ERP 到 BIP，用友从聚焦企业内部管理，迈向服务企业“全生命周期”。基于 YonBIP 打造产业互联网，公司有望依托产业链卷入式获客，迎来拓客效率质变。平台化生态的日益完善也将使用友更专注于标品开发，进而实现费用改善。再者，平台化生态也为用友商业模式的丰富带来了更多可能（按技术平台、功能模块使用时长收费、ISV 终端应用分润、甚至按生态平台 GMV 收费等）。
- 进军智能制造核心业务系统，工业互联网助力打造第二成长曲线。根据 CIMdata 与 e-works 的数据，MES 与 PLM 作为智能制造核心系统，2020 年国内市场规模约 232 亿，渗透率低、竞争格局分散及国产替代诉求等因素为用友提供了切入制造业核心系统的宝贵机遇。精智工业互联网平台作为用友集成 ERP、MES、PLM、AIOT 等核心技术的拳头产品，目前积累了大量企业、生态资源。随着用友精智生态的持续壮大及更多重磅标杆案例落地，看好公司在以 MES/PLM 为代表的智能制造核心系统领域的经营潜能持续兑现，打造公司第二成长曲线。
- 盈利预测与投资建议：预计 2022-24 年公司归母净利润分别为 8.37/12.73/18.32 亿，EPS 分别为 0.24/0.37/0.53 元。采用分部估值，给予公司 2022 年 1075-1230 亿目标市值，对应目标价 31.29-35.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：大型企业客户 IT 预算不及预期；云业务拓展进程不及预期；行业竞争加剧；信创及企业上云政策不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	3,433.87
流通 A 股(百万股):	3,241.40
52 周内股价区间(元):	16.85-41.17
总市值(百万元):	73,484.84
总资产(百万元):	21,480.84
每股净资产(元):	3.27

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,525	8,932	10,606	13,508	17,473
(+/-)YOY(%)	0.2%	4.8%	18.7%	27.4%	29.4%
净利润(百万元)	989	708	837	1,273	1,832
(+/-)YOY(%)	-16.4%	-28.4%	18.2%	52.2%	43.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.21	0.24	0.37	0.53
毛利率(%)	61.0%	61.2%	60.0%	59.4%	59.7%
净资产收益率(%)	13.1%	10.1%	10.9%	15.0%	18.8%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 核心观点.....	6
2. 公司概况：34 年风雨兼程铸就国内企业服务领域标杆.....	7
3. 行业视角：数字经济风潮涌起，企业上云化进程提速.....	14
3.1. 政策持续加码，数字经济加速发展.....	14
3.2. 企业上云提速，平台化服务愈受青睐.....	17
3.3. 云原生架构将逐步成为企业上云首选方案.....	19
4. 用友网络：云化转型拉近产品力差距，大型企业市场国产替代正当时.....	20
4.1. 大型企业市场是企业服务行业的竞争焦点，国产替代空间巨大.....	20
4.2. 企业管理软件上云是大势所趋，云化转型拉近产品力差距.....	21
4.3. 信创政策加码，大型标杆项目佐证用友高端市场国产替代加速推进.....	24
5. 用友网络：从内部管理到外部商业创新，BIP 助力用友打造产业互联网，走向生态化、平台化.....	27
5.1. 从 ERP 到 BIP，用友迈向服务企业“全生命周期”.....	27
5.2. 依托 YonBIP 打造产业互联网，用友获客效率有望迎来质变.....	29
5.3. 平台化、生态化亦是用友实现降本增效的必由之路.....	29
6. 用友网络：进军智能制造核心业务系统，工业互联网助力打造第二成长曲线.....	33
6.1. 制造业是公司核心下游市场，智能制造市场前景广阔.....	33
6.2. PLM、MES 市场空间广阔，ERP 厂商进军壁垒相对较小.....	34
6.3. 发力工业互联网，拓展 MES、PLM，打造公司第二成长曲线.....	35
7. 收入、盈利预测与估值.....	38
7.1. 预计 2022-2024 年收入分别为 106.06/135.08/174.73 亿元.....	38
7.2. 盈利预测与投资建议.....	40
8. 风险提示.....	41

## 图表目录

图 1: 用友领航国内企业服务领域.....	7
图 2: 财务软件时期.....	7
图 3: 企业管理软件阶段.....	7
图 4: 公司云转型阶段.....	8
图 5: 公司股权结构.....	9
图 6: 公司主要软件业务.....	9
图 7: 针对不同规模企业的云服务产品矩阵.....	10
图 8: 针对政府及其他公共组织的主要产品.....	10
图 9: 众多行业领先企业选择用友产品作为数智化使能平台.....	10
图 10: 公司营收及归母净利润走势.....	11
图 11: 公司营收业务属性构成.....	11
图 12: 公司营收区域构成.....	11
图 13: 公司毛利率及归母净利率水平.....	12
图 14: 公司三费走势.....	12
图 15: 公司营收收费模式构成.....	12
图 16: 不同收费模式毛利水平.....	12
图 17: 公司现金流量情况.....	13
图 18: 公司“预收账款+合同负债”情况.....	13
图 19: 公司应收账款情况.....	13
图 20: 公司人均创收及人均创利.....	13
图 21: 公司人员增速.....	13
图 22: 国内企业服务的诉求变迁.....	14
图 23: 数字经济主要范畴.....	14
图 24: 我国数字经济占 GDP 比重变化情况.....	15
图 25: 数字经济增速与名义 GDP 增速.....	15
图 26: 2005-2020 年我国数字经济及 GDP 增速.....	15
图 27: 2005-2020 年我国数字经济内部结构.....	16
图 28: 新冠疫情加速企业数字化转型的路径.....	16
图 29: 疫情加速各行业数字化转型进程 (单位: 年).....	16
图 30: “十四五”数字经济八大重点任务.....	17
图 31: 数字经济核心产业增加值走势预期.....	17
图 32: 国内云计算市场规模走势.....	17

图 33: 中国公有云细分市场规 模及增速 .....	18
图 34: 云市场/非云市场规 模增速预期 .....	18
图 35: 基础设施软件平台化 趋势 .....	18
图 36: 云原生涉猎的核心技 术 .....	19
图 37: 云原生全貌 .....	19
图 38: 国内经常使用云原生 技术的企业占比 .....	19
图 39: 企业项目云原生技术 应用比重 .....	19
图 40: 国内 ERP (云+软件) 市场规 模测算 .....	20
图 41: 国内高端 ERP 市场国 产替代潜在空间 .....	20
图 42: 2020 年国内 SaaS 市场 细分领域占比 .....	21
图 43: 公司云服务业务收入 情况 (单位: 百万元) .....	22
图 44: 公司云服务业务部分 相关指标 .....	22
图 45: 主要厂商核心云 ERP 产 品比较及 NC Cloud 迭代情况 .....	22
图 46: 主要厂商公有云年付 费 ERP 产品年费比较 (单 位: 元) .....	23
图 47: 数字化商业平台更 强调 IT 架构的差异化与 敏捷性 .....	23
图 48: 企业对信息化系统 的诉求及投入意愿变化 .....	24
图 49: 用友全栈适配信创 软硬件基础设施 .....	25
图 50: 从 ERP 到 BIP 的演 进 .....	27
图 51: ERP 与 BIP 的主要 差别 .....	27
图 52: YonBIP 总体服务 架构 .....	28
图 53: YonBIP 助力用友 切入产业互联网 .....	29
图 54: “BIP+ERP”是 用友在 to B 产业互联网 领域的核心优势 .....	29
图 55: 平台化生态助力 解决费用与下游定制需 求之间的矛盾 .....	29
图 56: 发力生态战略, 用 友与伙伴共成长 .....	30
图 57: Salesforce 每单 位营收对应生态平台收 入 (单位: 美元) .....	31
图 58: YonBIP 采购服务 平台 (友云采) 2021 年 运营情况 .....	31
图 59: 公司云业务客户 签约金额行业分布 (截 止 21Q3) .....	33
图 60: 智能制造的内涵 .....	33
图 61: 工业软件按企业 应用阶段划分 .....	34
图 62: 国内主要类别工 业软件渗透率 (2018 年) .....	34
图 63: 国内 MES 市场规 模走势 .....	34
图 64: 全球/国内 PLM 市 场规模走势 (单位: 亿美 元) .....	35
图 65: 2019 年国内 MES 市 场竞争格局 .....	35
图 66: MES、PLM、ERP 之 间的系统依存性 .....	35

图 67: 用友精智互联网平台整体业务流程.....	36
图 68: 公司参与多项工业互联网国家标准制定 .....	36
图 69: 用友精智工业大脑 .....	36
图 70: 用友精智平台运营状况.....	37
图 71: 用友传统软件业务收入分拆 (单位: 百万元) .....	38
图 72: 用友云服务业务收入分拆 (单位: 百万元) .....	38
图 73: 用友其他业务收入分拆 (单位: 百万元) .....	39
图 74: 可比公司估值表.....	40
图 75: 用友网络分布估值表 .....	40
表 1: 国内云 ERP 市场规模预期 (单位: 亿元) .....	21
表 2: 近两年国家层面信创政策盘点 (部分) .....	24
表 3: 用友近三年中标的部分千万级别项目 .....	25
表 4: 国内智能制造市场规模预期.....	33
表 5: 用友智能制造领域部分标杆案例 .....	37
表 6: 公司整体收入分拆 (单位: 百万元) .....	39
表 7: 用友费用率及归母净利润预期 (单位: 百万元) .....	40

## 1. 核心观点

用友网络是全球领先的企业与公共组织云服务及软件提供商，2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 12%/14%。公司成立于 1988 年，在营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同服务等多领域，聚焦商业创新，面向企业、政府和公共组织提供以 ERP（企业资源管理）、BIP（商业创新平台）为代表的数智化软件产品、云服务及整体解决方案。公司领航国内企业服务市场多年，是中国企业数智化服务及软件自主创新领域标杆企业。

数字经济风潮涌起，企业上云进程提速，云原生架构将逐步成为上云首选。助力企业数字化转型是当前企业服务的主要业态，政策加码叠加疫情影响将助力企业数字化进程提速。此外，为更好地适应快速变化的市场环境，企业 IT 支出转云节奏预计加快。包括数据库、通用中间件及功能模块等在内的基础设施软件平台化的趋势也将愈发明显（2024 年基础设施软件 PaaS 化率有望达到 48.5%），在架构敏捷性、可拓展性等方面表现突出的云原生架构将逐步成为企业上云首选。

云化转型拉近产品力差距，大型企业市场国产替代正当时。2020 年大型企业（高端）ERP 市场规模约 295 亿，占国内 ERP 市场的比重接近 8 成。国内高端 ERP 市场主要由 SAP、Oracle 把持，19 年合计市占约 53%，国产替代的潜在规模约 262 亿（考虑实施、交付）。主要 ERP 厂商云转型后，产品力差距缩小，高端领域国产替代成为可能。此外，大型企业息化战略重心从稳定性转移到差异化和敏捷性，也使得用友通过细分领域优势产品或平台切入大客户供应链变得更切实际。近两年公司在多领域斩获大量千万级项目，国投、中烟等大型标杆项目也佐证了用友高端市场国产替代的加速推进。

BIP 助力用友打造产业互联网，走向生态化、平台化。从 ERP 到 BIP，用友从聚焦企业内部管理，迈向了服务企业“全生命周期”。基于 YonBIP 打造产业互联网，公司有望依托产业链卷入式获客，迎来拓客效率质变。平台化生态的日益完善也将使用友更专注于标品开发，进而实现费用改善。再者，平台化生态也为用友商业模式的丰富带来了更多可能（按技术平台、功能模块使用时长收费、ISV 终端应用分润、甚至按生态平台 GMV 收费等）。

进军智能制造核心业务系统，工业互联网助力打造第二成长曲线。智能制造 2025 年市场规模有望突破 4 万亿。MES 与 PLM 作为智能制造核心系统，2020 年国内市场规模合计约 232 亿元（MES/PLM 分别为 43 亿/189 亿），渗透率低、竞争格局分散及国产替代诉求等因素为用友提供了切入制造业核心系统的宝贵机遇。精智工业互联网平台作为用友集成 ERP、MES、PLM、AIOT 等核心技术的拳头产品，目前积累了大量企业、生态资源，与比亚迪、卓胜微等厂商在 PLM 领域的合作也印证了公司在智能制造核心模块已有能力实现国产替代。随着用友精智生态的持续壮大及更多重磅标杆案例落地，看好公司在以 MES/PLM 为代表的智能制造核心系统领域的经营潜能持续兑现，打造公司第二成长曲线。

采用分部估值法，给予公司传统软件业务 2022 年 20x 目标 P/E，云服务业务 2022 年 12-14x 目标 PS，目标价 31.29-35.83 元。预计 2022 年公司传统软件业务收入为 27.81 亿元，预期毛利率/净利率分别为 80%/25%。2022 年可比的 license 属性比较强的公司平均 PE 为 40x，考虑到“云优先”战略下，用友传统软件业务短期仍将衰退（衰退幅度预计逐步收窄），给予公司传统软件业务 2022 年 20x 目标 PE，对应市值为 139 亿元。预计 2022 年公司云服务业务收入为 77.96 亿元。2022 年可比的云化属性较强的公司平均 PS 为 13x，给予公司云服务业务 2022 年 12-14x 目标 PS，对应市值为 936-1091 亿元。综上，给予公司 2022 年 1075-1230 亿目标市值，对应目标价 31.29-35.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大型企业客户 IT 预算不及预期；云业务拓展进程不及预期；行业竞争加剧；信创及企业上云政策不及预期。

## 2. 公司概况：34 年风雨兼程铸就国内企业服务领域标杆

用友网络是全球领先的企业与公共组织云服务及软件提供商。公司成立于 1988 年，长期专注并持续领航企业服务市场 34 年，在营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同服务等多领域，聚焦商业创新，面向企业、政府和公共组织提供以 ERP（企业资源管理）、BIP（商业创新平台）为代表的数智化软件产品、云服务及整体解决方案。公司目前在全球拥有 230 多个分支机构和近万家生态伙伴，是中国企业数智化服务及软件自主创新领域标杆企业。

图 1：用友领航国内企业服务领域

### 全球企业级应用软件(ERP)TOP10 唯一亚太厂商 – Gartner报告

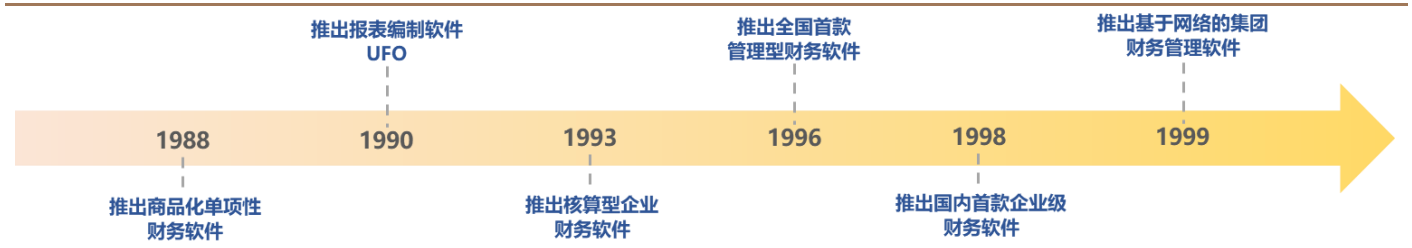


资料来源：公司官网、德邦研究所

伴随时代浪潮，用友的发展经历了三个阶段：

**战略 1.0 时代 (1988-1998 年)：**致力于成为中国领先的财务软件供应商。公司成立之初，以开发会计软件起家，在国内率先推出商品化财务软件，此后通过自主创新，接连推出了全面核算型财务软件、全国首家管理型财务软件以及国内首套企业级财务软件。公司在财务软件领域成为行业龙头的同时，也推动了国内企业的会计电算化进程。

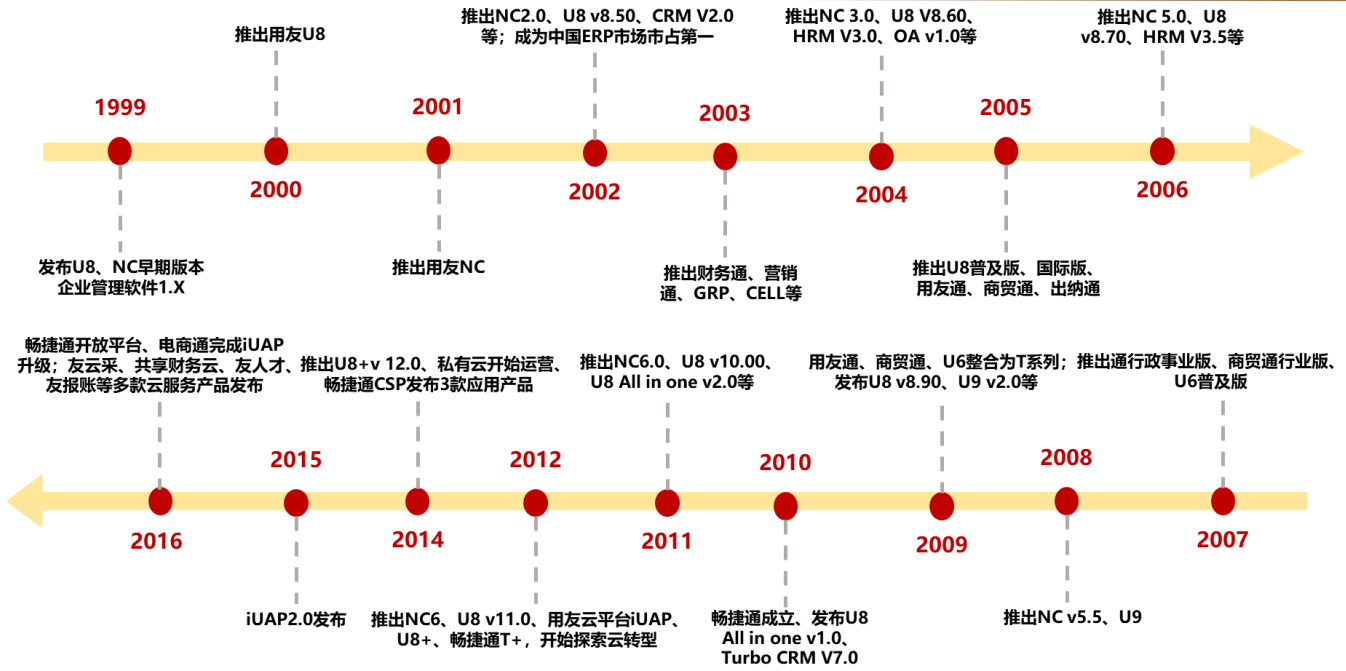
图 2：财务软件时期



资料来源：公司年报、公司官网、德邦研究所

**战略 2.0 时代 (1998-2015 年)：**开始向企业管理软件提供商的方向转型，并成为国内 ERP 行业龙头企业。公司核心产品逐步由财务软件过渡到以 ERP 为代表的全面管理软件，业务模式逐步由软件产品提供商向解决方案、软件产品及应用服务综合提供商升级。从 2002 年开始，用友在国内 ERP 市场的占有率便始终保持第一。2012 年，用友 iUAP 云平台发布，标志着公司开始探索云转型。此阶段，用友服务了 200 多万家企业信息化建设，成长为国内 ERP 行业龙头企业。

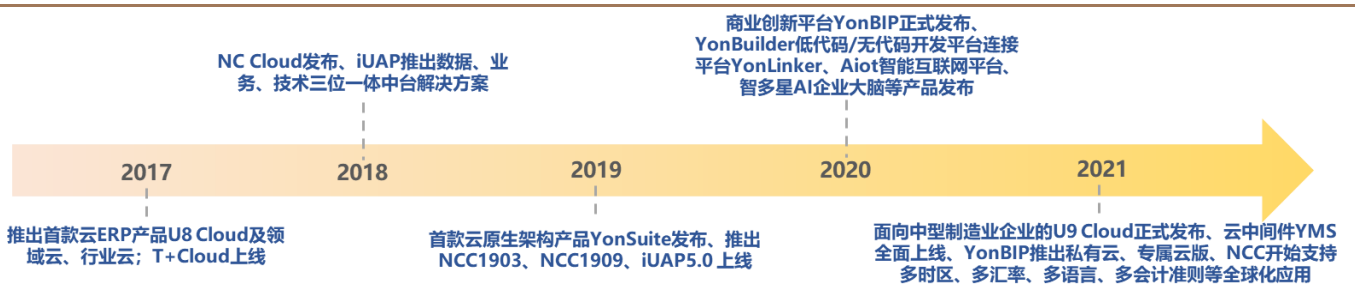
图 3：企业管理软件阶段



资料来源：公司年报、公司官网、德邦研究所

**战略 3.0 时代（2015 年至今）：云服务业务成为公司的业务发展重心。**2015 年到 2019 年，为 3.0 战略 I 阶段，公司逐步形成以企业云服务为核心，云服务、软件、金融服务融合发展的新战略布局，服务层级从部门级到企业级并走向社会级。2017 年 U8 Cloud（U8 系列云化升级）作为公司首款云 ERP 产品正式推出，2018 年公司发布 NC Cloud（NC 系列云化升级），2019 年公司首款真正意义上基于云原生架构，完全公有云化产品 YouSuite 发布，开始朝轻量级、纯公有云化的云原生架构产品转型。2020 年至今，公司迈入 3.0 发展战略 II 阶段，继续深化公司战略转型，升维和加速云服务业务发展，构建和运营全球领先的企业云服务平台，基于云原生架构，面向大型客户的 BIP 拳头产品 YonBIP 及面向中型制造企业的云 ERP 产品 U9 Cloud（U9 系列云化升级）相继发布，公司朝着构建、运营全球领先的企业云服务平台，服务超千万家企业客户，聚合十万家生态伙伴、亿级社群个人，实现更高数量级的用友和生态伙伴营收规模的目标砥砺前行。

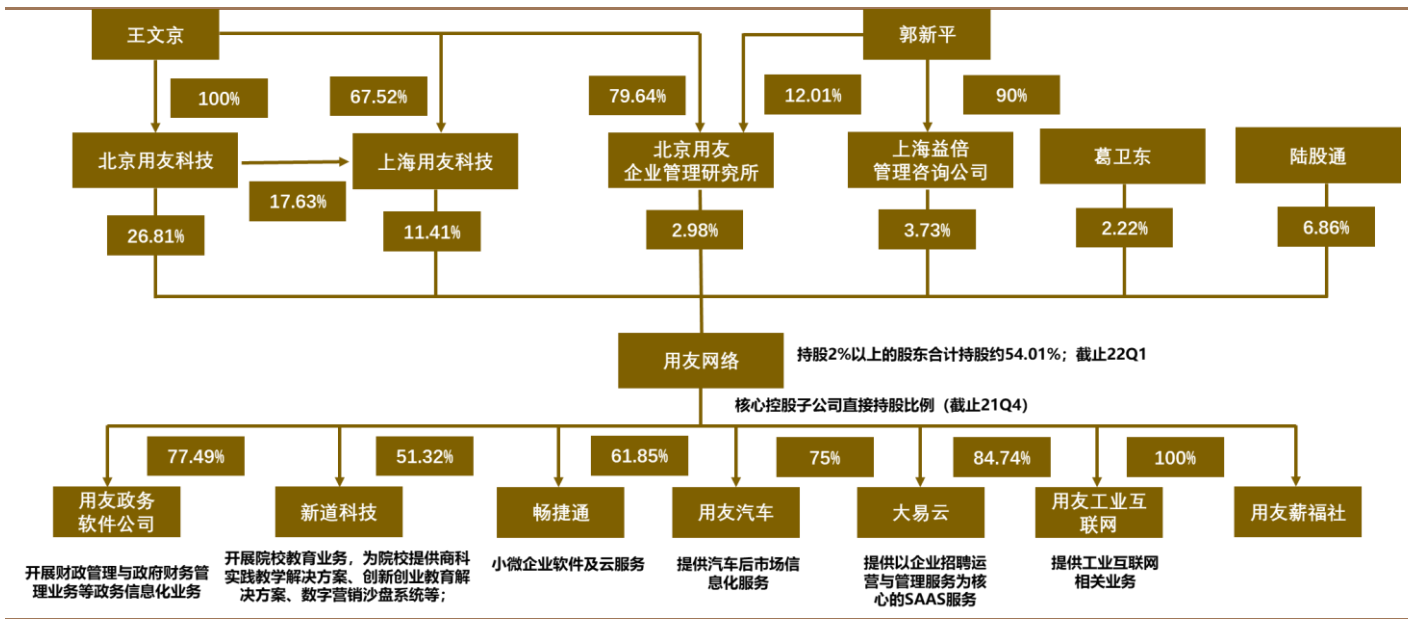
图 4：公司云转型阶段



资料来源：公司年报、公司官网、德邦研究所

**公司实际控制人为公司创始人王文京。**股权架构端，截止 22Q1，公司创始人、董事长兼总裁王文京先生通过北京/上海用友科技及用友企业管理研究公司间接持有公司约 39% 的股权，为公司实际控制人。公司副董事长郭新平先生通过上海益倍以及北京用友企业管理研究公司间接持有公司约 3.7% 的股权。另外，私募投资人葛卫平直接持有公司约 2.2% 的股权，是公司除高管外的最大个人投资者。子公司端，公司核心子公司包括畅捷通、新道科技、用友政务、用友汽车、大易云、用友工业互联网、薪福社等，分别开展小微企业软件及云服务、院校教育、政府财务管理信息化、汽车后市场信息化服务、企业人力云服务以及社会化用工服务信息化等业务。

图 5：公司股权结构



资料来源：Wind、公司一季报、德邦研究所

公司面向不同规模企业、政府及其它公共组织，根据客户需求及部署方式，提供云服务和软件。

**传统软件端：**公司产品包括面向大型企业的用友 PLM（中大型企业产品全生命周期研发创新管理平台）、用友 CRM（中大型企业智能化销售与售后赋能工作台），面向中型企业的 U8+（基于用友 UAP 平台，全面转型互联网方向；深度融合云应用，一站式提供财务、营销、制造、采购、设计、协同、人力等领域应用的“端 + 云”成长型企业数智化升级平台）；面向小微企业的畅捷通 T 系列，具体包括单项级产品 T1（采购管理、销售管理、库房管理等）、部门级产品 T3（财务管理、税务管理、财务分析、报表管理等）、企业级产品 T6（常规财务管理模块+BI 模块+人力资源模块+渠道管理模块等）、全球级协同管理产品 T+（常规财务管理模块+本地及异地仓储管理+全面生产管控+经营分析+渠道管理+移动办公管理等）等。此外，公司亦面向政务、制造、医疗、建筑等领域提供系列行业数智化服务。

图 6：公司主要软件业务

云服务	面向大型企业	面向中型企业	面向小微企业	行业
I 软件	用友PLM	用友U8+	畅捷通T+	政务
	用友CRM		畅捷通T1	餐饮
			畅捷通T3	制造
			畅捷通T6	能源
				医疗
				建筑
			智慧城市	
			汽车	
			教育	

资料来源：公司官网、德邦研究所

用友进入战略 3.0-II 阶段后，业务重心全面聚焦云服务业务发展，面向不同规模企业推出了系列云服务产品：

**大型云服务：**公司面向大型企业数字化转型，基于用友 BIP 提供以数字营销、智能制造、智慧采购、敏捷供应链、企业金融、智能财务、数字人力、协同办公、数智平台为核心的数智化商业创新解决方案。拳头产品为 YonBIP 与 NC Cloud，其中 YonBIP 是基于完全云原生（含微服务）架构的全新一代社会化、数智化云服务商业创新平台，云 ERP 产品 NC Cloud 则是面向大型企业长流程、一体化应用的云 ERP 产品，包括服务群形态的云原生版和套件形态的标准版，是面向大型企业内部业务运营和管理数字化最成熟的解决方案，共同为大型企业提供一体化混合云解决方案。二者共同为大型企业提供一体化混合云解决方案。

**中型企业云服务：**公司面向成长型企业提供基于YonBIP的YonSuite云服务包及面向中型制造企业的云ERP产品U9 Cloud。其中YonSuite是完全基于云原生架构，面向企业数智化应用场景提供的全公有云的一体化企业云服务。U9则是聚焦中国成长型高精尖制造及专精特新企业（半导体、新能源、光伏等）的云ERP产品。此外，公司面向中型企业继续提供U8 Cloud云ERP产品、U8+ERP套件，为客户提供标准产品及解决方案。

**小微企业云服务：**公司面向小微企业的云服务由子公司畅捷通提供，核心SaaS产品为畅捷通好会计、好生意、智+、易代账、T+Cloud等。

图 7：针对不同规模企业的云服务产品矩阵

目标客户	BIP商业创新平台				云ERP			
	云产品	技术架构	部署模式	收费模式	产品	技术架构	部署模式	收费模式
大型企业	YonBIP	云原生	私有云/公有云/专属云	许可/订阅	NC Cloud	云原生	私有云/公有云	订阅（公有云）/许可（私有云）
中型企业	YonSuite	云原生	公有云	订阅	U9 Cloud	云原生	私有云/公有云	订阅（私有云、公有云）、许可（私有云）
					U8 Cloud	SOA架构	私有云/公有云	订阅（公有云）/许可（私有云）
小微企业	好会计、好生意、易代账	云原生	公有云	订阅	T+Cloud	SOA架构	私有云/公有云	订阅模式

资料来源：公司年报、德邦研究所

针对政府及其他公共组织，公司提供包括政务信息化、院校教育信息化在内的系列服务。公司子公司用友政务面向政府部门、事业单位和民间非营利组织提供包括财政预算管理一体化、人大联网监督、行政事业单位财务及内控一体化、社保基金和医保基金监管、政府大数据平台、“互联网+”政务服务平台、政府采购云、资产云等在内的政务信息化服务。子公司新道科技为院校提供全新的数智化人才培养产品体系，利用互联网+技术，推进校内课堂教学改革，通过提供基于专业建设的完整人才培养方案、课程体系、教学平台、资源库、教材、题库等，全面支撑院校校内学科建设与专业改革。

图 8：针对政府及其他公共组织的主要产品



资料来源：用友政务官网、新道科技官网、德邦研究所

**营销网络遍布全球，客户资源积累深厚。**公司在全球范围内拥有超过230家分支机构，为国内大中型企业提供及时快捷的本地化贴身服务，并通过成立海外事业部在多个国家和地区设立营销服务机构，拓展海外中高端客户市场。公司面向小微企业客户业务拥有超过2200家渠道合作伙伴，遍布全国各地，并逐步建立起了与云服务业务相适应的多元化渠道体系。65%的中国500强企业，72%的中国制造500强企业及63%的中国零售500强企业选择用友作为数智化使能平台，客户广泛分布于综合性集团、制造、零售、工程、消费品、交通与公用事业、建筑及房地产、金融、汽车、能源、通信与广电、餐饮与服务、医疗、财政等众多行业。

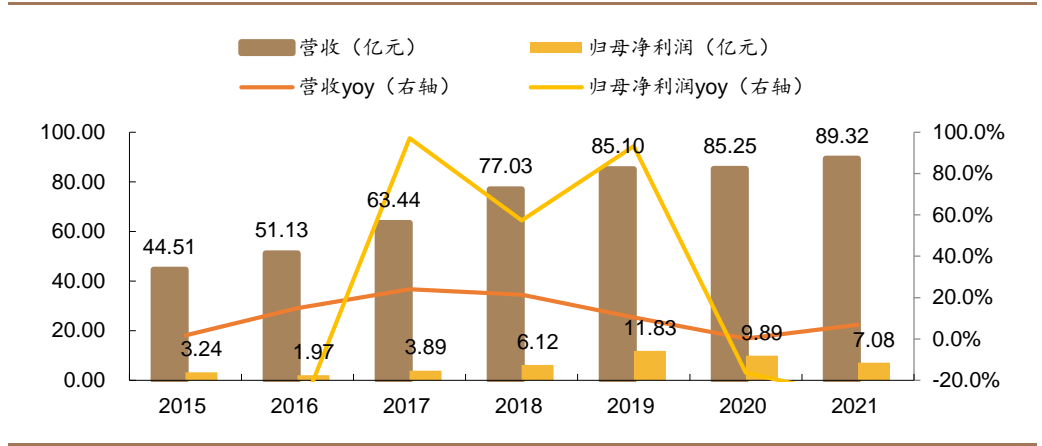
图 9：众多行业领先企业选择用友产品作为数智化使能平台



资料来源：公司官网、德邦研究所

**2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 12%/14%。**2015-2021 年公司收入从 44.51 亿元增长到了 89.23 亿元，6 年 CAGR 达 12.3%。公司归母净利润从 3.24 亿元增长至 7.08 亿元，CAGR 达 13.9%。公司 15 年开始逐步迈入云转型阶段，传统软件业务体量的收缩、金融业务的剥离、云转型初期毛利水平偏低、为推动云业务发展而落地的股权激励、销售费用投入力度加大及疫情带来的实施交付进程延后等因素是近年营收增速放缓，净利润增速起伏的主因。

图 10：公司营收及归母净利润走势

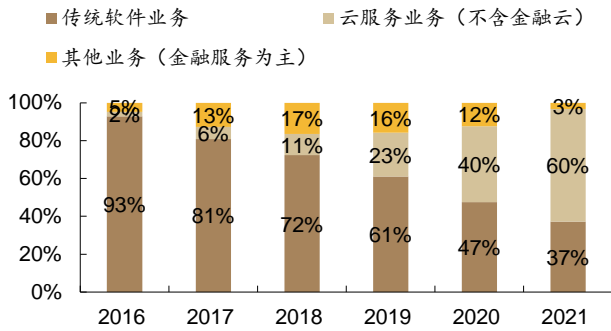


资料来源：Wind、德邦研究所

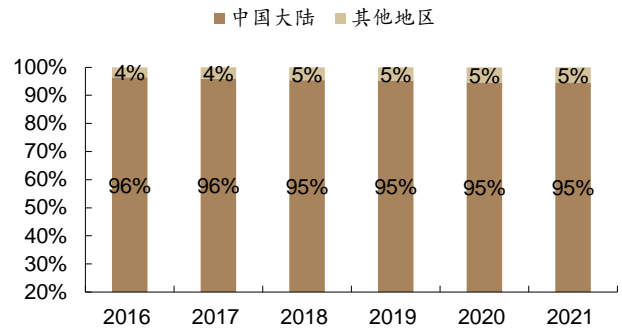
**云服务业务占比持续提高，传统业务收缩，金融业务剥离。**从公司营收的业务属性构成来看，2021 年公司传统软件/云服务/以金融服务为主的其他业务收入占比分别为 37%/60%/3%，随着公司“云优先”战略的持续推进，云服务收入占比迅速提高，21H1 公司云服务收入占比首次超过软件收入占比，21Q1-Q3 云服务收入占公司营收的比重逾 50%。为更好聚焦 ERP 及 BIP 两大核心业务，公司近年来通过股权转让等形式逐步剥离企业支付、互联网投融资咨询等金融服务业务，以金融服务为主的其他业务收入占比迅速下行。从公司营收的区域构成来看，公司国内市场收入占比稳定在 95%左右。

图 11：公司营收业务属性构成

图 12：公司营收区域构成



资料来源：公司年报、德邦研究所

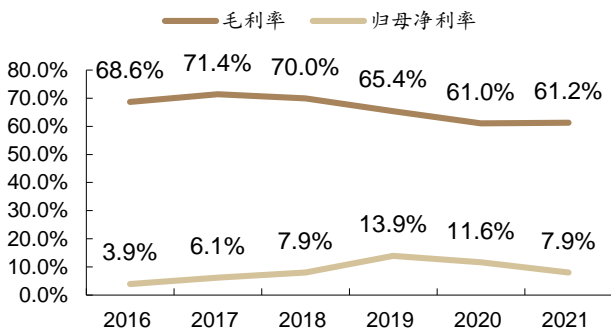


资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

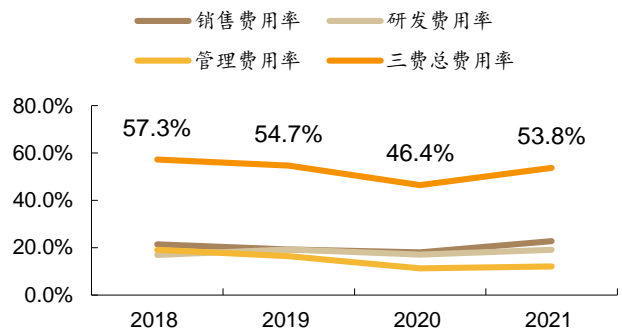
**毛利率及净利率水平承压，三费水平有所上扬。**2021 年公司毛利率/归母净利润率分别为 61.2%/7.9%，同比+0.2/-3.7pcts。毛利端，通过公司营收的收费模式构成可以看出，近年毛利率水平较低的技术服务与培训近年来营收占比提升明显，高毛利的产品许可营收占比有所下行，大客户开拓（大型客户现阶段更倾向于私有云/混合云架构的云服务）及“云优先”战略引致的营收结构变化是毛利下行的主因。此外，从公司的三费走势来看，21 年公司三费水平有所上扬，主因系公司为加速抢占高端市场（把握数智化、国产化、全球化浪潮），增加了研发投入、高端销售人员及售前咨询顾问数量并加大产品宣传力度所致。毛利率承压、费用投入力度加大叠加股权激励，对公司净利率水平造成了一定压力，但长期来看将助力公司行稳致远。

图 13：公司毛利率及归母净利率水平

图 14：公司三费走势



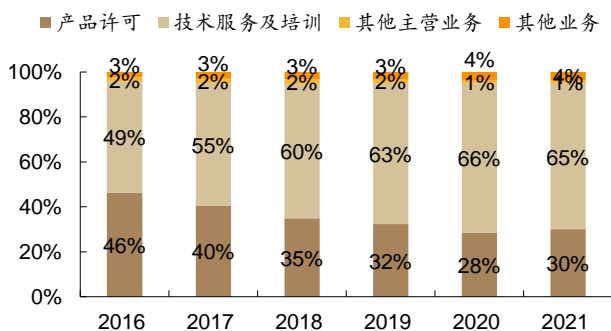
资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所



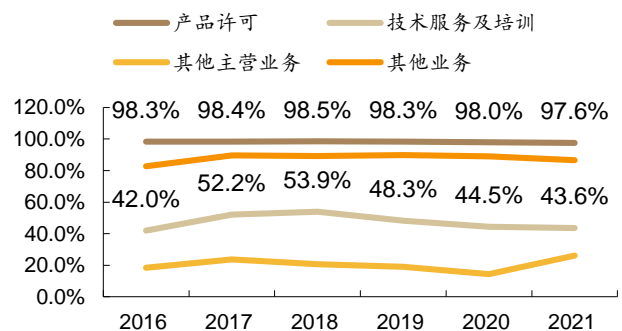
资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

图 15：公司营收收费模式构成

图 16：不同收费模式毛利水平



资料来源：公司年报、德邦研究所

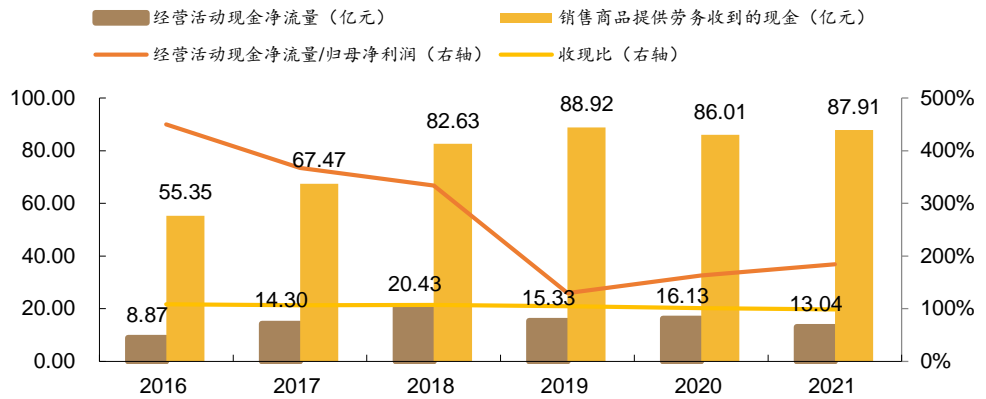


资料来源：公司年报、德邦研究所

**经营活动现金净流量/归母净利润及收现比均较为健康。**2021 年公司经营活动现金净流量/归母净利润达 184%，同比+21pcts。公司近 5 年收现比始终保持

在 98% 以上，现金流及收现比均健康。

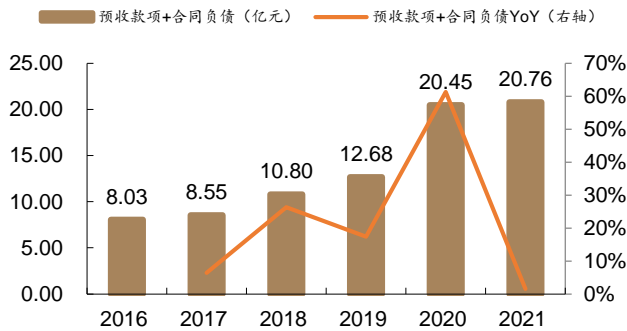
图 17：公司现金流量情况



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

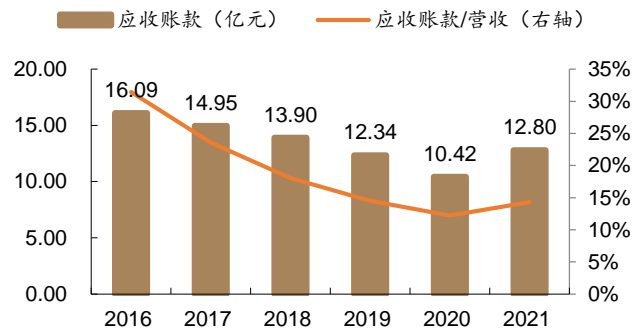
“预收账款+合同负债”增速增速放缓，应收账款回款情况良好。2021 年公司“预收账款+合同负债”达 20.76 亿元，同比增长 2%，较之 21 年，增速有所放缓（主要系软件相关合同负债下降约 43%）。2021 年公司应收账款达 12.80 亿元，应收账款/营收比重约 14%，应收账款周转天数约 52 天，应收账款回款情况良好。

图 18：公司“预收账款+合同负债”情况



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

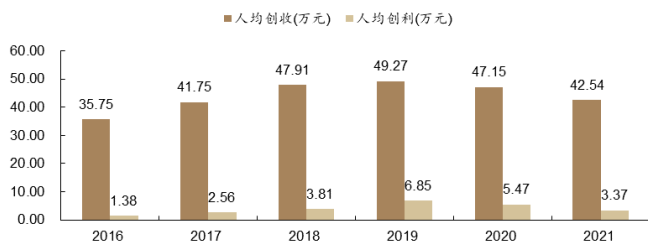
图 19：公司应收账款情况



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

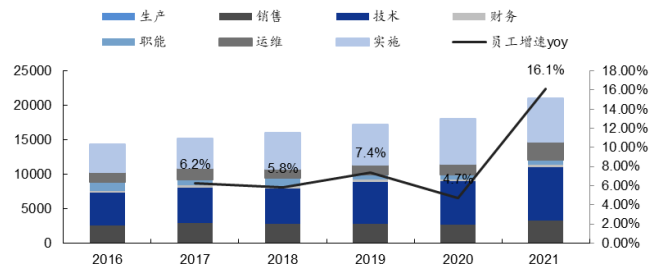
人员增速提升显著，人效有所下滑。为抢抓行业“数智化、国产化、全球化”发展机遇，公司 21 年战略性加码人员投入，截止 21 年底员工规模达 2.1 万，同比+16.1%，增速较之去年同期提升 11.4pcts。公司持续发力研发能力提升及销售体系升级，截止 21 年末，研发、技术人员数量达 7693 人，同比增长 23.1%，人员占比达 37%，是全司占比最高的人员序列。销售人员规模达 3325 人，同比+22.5%。21 年公司人均创收/人均创利分别为 42.54/3.37 万元，人员/费用投入力度加大叠加软件、金融业务体量战略性收缩，对公司人效带来了一些冲击。

图 20：公司人均创收及人均创利



资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

图 21：公司人员增速

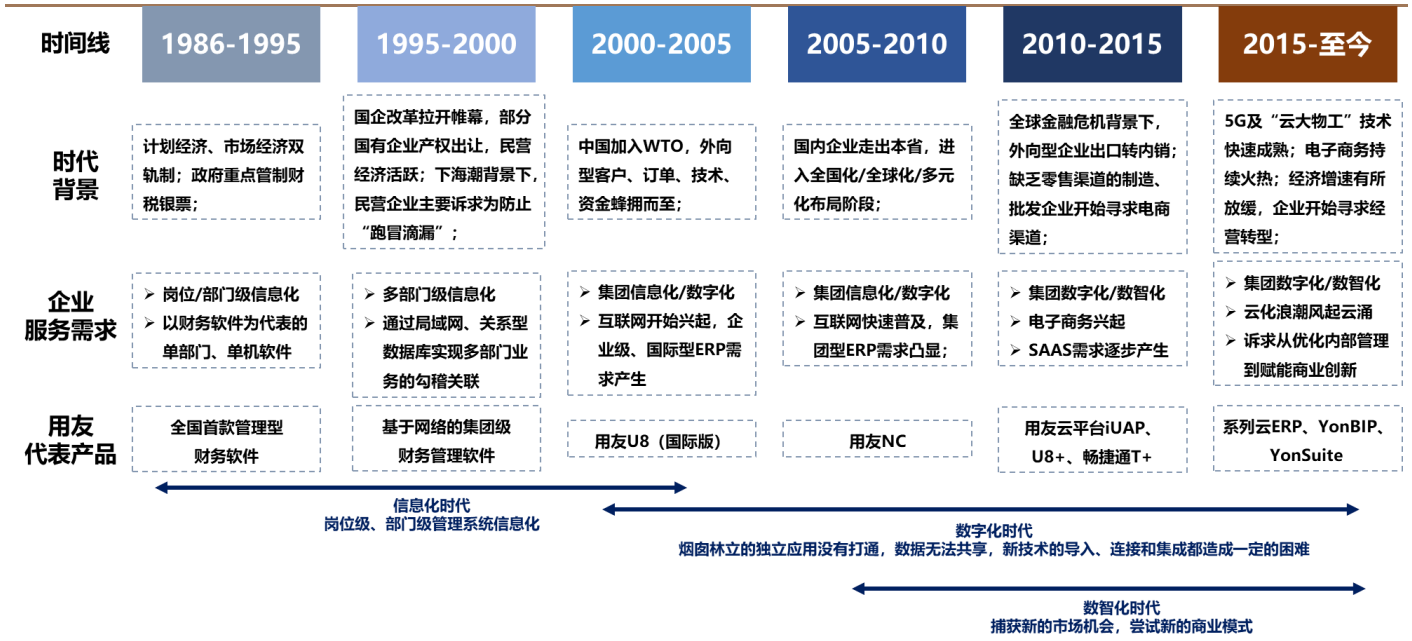


资料来源：Wind、公司年报、德邦研究所

### 3. 行业视角：数字经济风潮涌起，企业上云化进程提速

助力企业数字化转型是当前企业服务的主要业态。企业服务在业界并没有一个明确的定义，广义的企业服务涵盖所有作用于企业主体的信息服务和业务服务。但从科技角度狭义理解，作用于企业主体的信息服务是其主要涵盖的范畴。在欧美地区，“企业服务”这个术语并不流行，取而代之的是“数字化转型”和“企业云服务”，而企业云服务又可以视作助力数字化转型的一个环节。根据 Gartner 对 digital-business-transformation 的定义，数字化转型是指企业通过智能硬件及人工智能、大数据、云计算等新兴技术，赋能原有的业务流程，或创建新的业务形态。综上，我们认为助力企业数智化转型（数字化+智能化（企业数字化转型的中后期））是当下时点企业服务的主要业态。

图 22：国内企业服务的诉求变迁



资料来源：用友网络 2021 年投资者交流会、《中国企业服务产业发展趋势洞察报告》、德邦研究所绘制

#### 3.1. 政策持续加码，数字经济加速发展

数字经济是以数据资产作为核心生产要素，加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态。关于数字经济的定义以及分析框架，目前学界尚无统一论，根据信通院的定义，数字经济是指“以数字化的知识和信息作为关键生产要素，以数字技术为核心驱动力，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高数字化、网络化、智能化水平，加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态”。具体来看，数字经济涵盖数字产业化（即 ICT 产业，具体包括电子信息制造业、电信业、软件和信息技术服务业、互联网行业等）、产业数字化（即传统应用数字技术所带来的产出增加和效率提升部分，包括但不限于工业互联网、两化融合、智能制造、车联网、平台经济等融合型新兴产业模式新业态）、数字化治理（包括但不限于多元治理，以“数字技术+治理”为典型特征的技管结合，以及数字化公共服务等）及数据价值化（包括但不限于数据采集、数据标准、数据确权、数据标注、数据定价、数据交易、数据流转、数据保护等）等四个部分。

图 23：数字经济主要范畴

生产要素



生产力



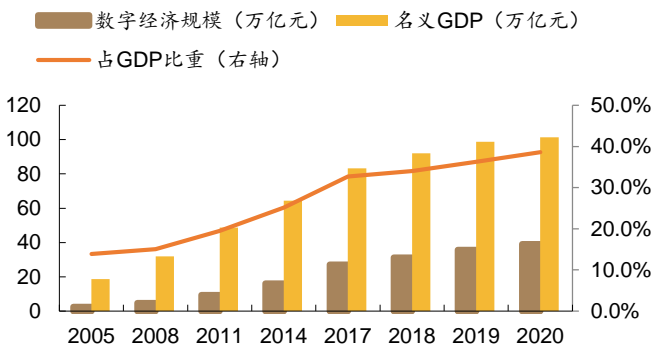
生产关系



资料来源：中国信通院、德邦研究所

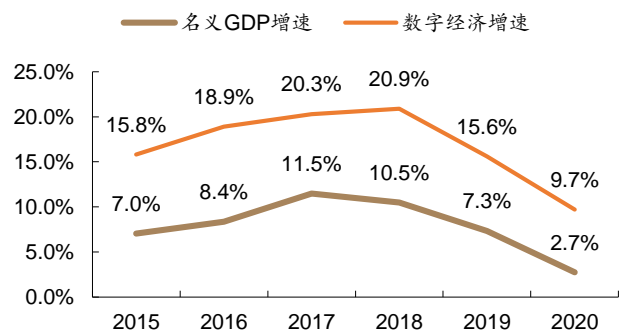
数字经济已成为国民经济发展的重要支撑。从规模总量来看，2005-2020年间，我国数字经济规模由 2.5 万亿元扩张至 39.2 万亿元 (CAGR≈19.8%)，数字经济占 GDP 比重已达到 38.6%。2020 年在中美贸易战叠加疫情影响的不利外部环境下，我国数字经济仍旧保持了 9.7% 的高位增长，远高于同期 2.7% 的名义 GDP 增速，数字经济已成为推动国民经济稳定增长的关键动力，伴随着新一轮科技革命和产业变革的持续推进，数字经济将继续扮演国民经济中最具活力、最具创新力及辐射最广泛的经济形态。

图 24：我国数字经济占 GDP 比重变化情况



资料来源：中国信通院、Wind、德邦研究所

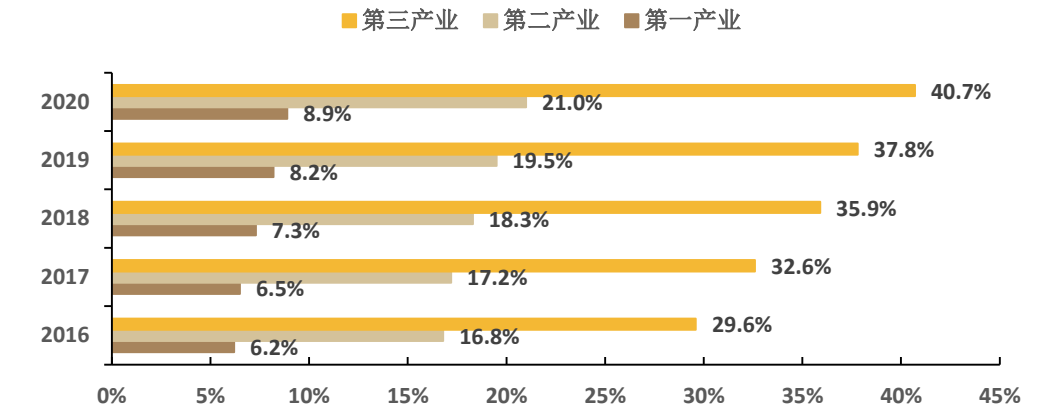
图 25：数字经济增速与名义 GDP 增速



资料来源：中国信通院、Wind、德邦研究所

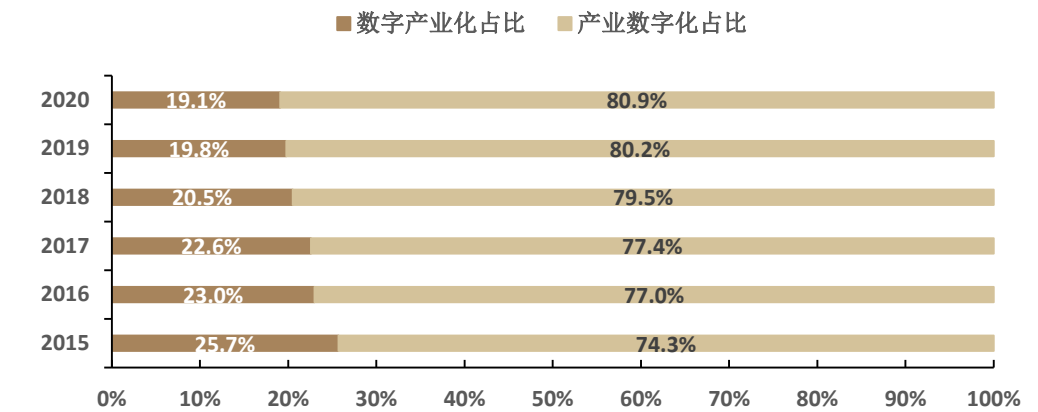
产业数字化进程朝纵深推进。从各产业数字化发展的程度来看，2020 年，我国服务业、工业、农业数字经济占行业增加值的比重分别为 40.7%、21.0% 及 8.9%，较之 2016 年分别+11.1pcts、+4.2pcts、+2.7pcts，三大产业数字经济占比持续稳步提升，产业数字化转型发展向纵深推进。从数字经济的内部结构来看，2020 年产业数字化规模达 31.7 万亿元，占 GDP 比重为 31.2%，同比增长 10.3%，占数字经济比重逾 80%，在数字经济内部的主导地位进一步巩固。电子商务、平台经济、共享经济等数字化新模式接连涌现，服务业数字化升级前景广阔，工业互联网、智能制造等全面加速，工业数字化转型前景亦愈发明朗。

图 26：2005-2020 年我国数字经济及 GDP 增速



资料来源：中国信通院、德邦研究所

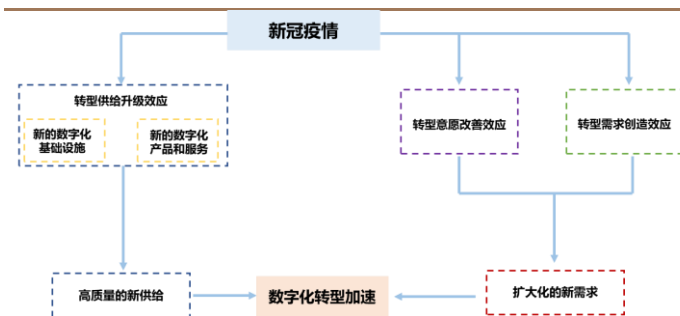
图 27: 2005-2020 年我国数字经济内部结构



资料来源：中国信通院、德邦研究所

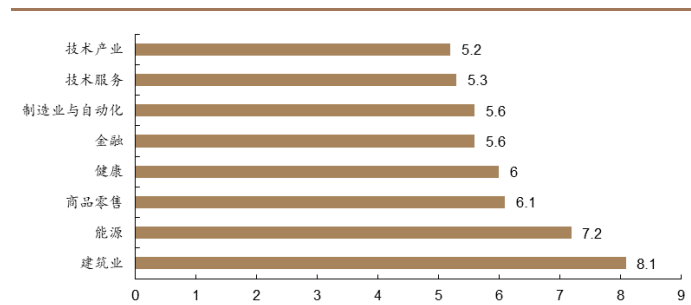
**新冠疫情加速了企业数字化转型进程。**新冠肺炎疫情在对经济增长、就业、全球贸易等造成重大负面冲击的同时，也客观上加速了全球数字经济发展进程。从供求两方面看。需求端，疫情一方面会激发企业和政府的数字化转型意愿，另一方面会直接创造许多新的数字化转型需求。供给端，疫情不仅会促使数字基础设施加快建设完善，还会助推数字化新工具的改进升级和市场推广，从而升级数字化转型供给端的支撑赋能能力。总体来说，新冠疫情作为一次冲击，其加速数字化转型的经济机理可归纳为三个效应：需求端的转型意愿改善效应、转型需求创造效应以及供给端的转型供给升级效应。Twilio 针对全球 2569 家企业的问卷调查表明，疫情至少将全球数字化进程推进了 5-7 年。

图 28: 新冠疫情加速企业数字化转型的路径



资料来源：中国信通院、德邦研究所

图 29: 疫情加速各行业数字化转型进程 (单位: 年)



资料来源：Twilio、德邦研究所

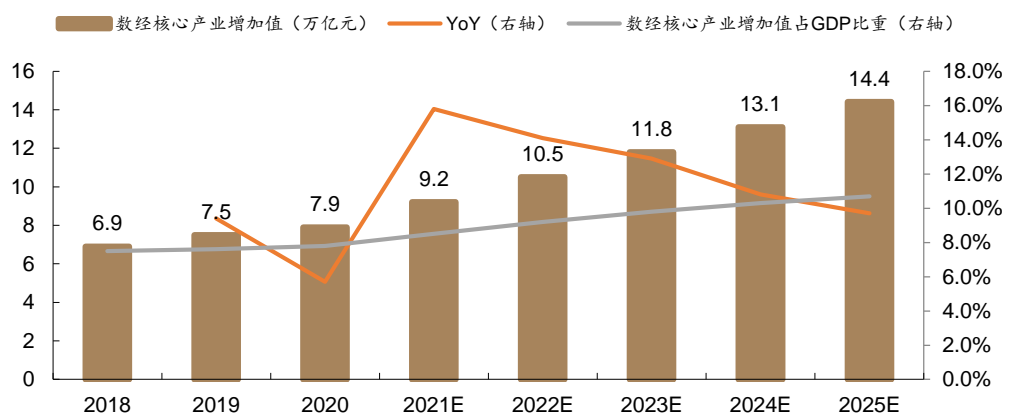
**政策持续加码助力数字经济发展提速。**2022年1月12日，国务院正式印发《“十四五”数字经济发展规划》，明确了“十四五”时期推动数字经济健康发展的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。《规划》明确提出2025年数字经济核心产业增加值占GDP比重力争达到10%（2020年约7.8%），未来几年产业数字化推进进程仍将保持高速。

图 30：“十四五”数字经济八大重点任务



资料来源：《“十四五”数字经济发展规划》、德邦研究所绘制

图 31：数字经济核心产业增加值走势预期

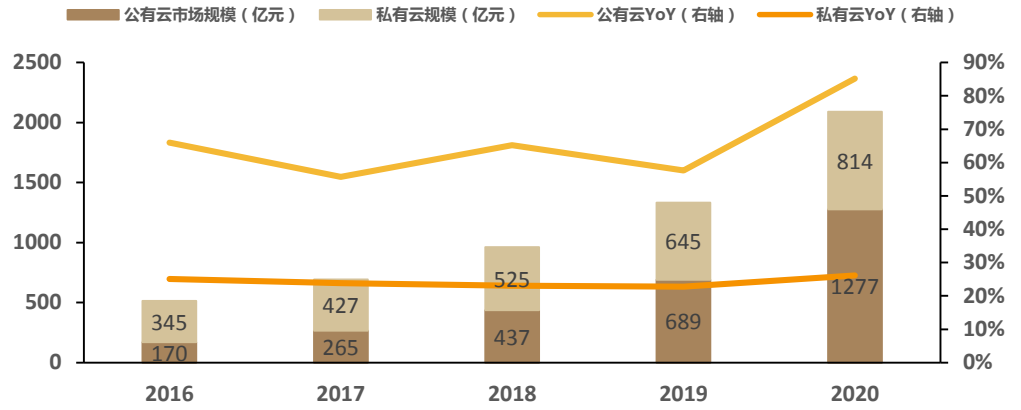


资料来源：亿欧智库、德邦研究所

### 3.2. 企业上云提速，平台化服务愈受青睐

**国内云计算市场增长提速。**根据信通院数据，2020年国内云计算市场规模约2091亿元，同比+57%，2016-2020年CAGR约32%。其中，2020年公/私有云市场规模分别达1277/814亿元，同比+85%/26%，2016-2020年CAGR分别约50%/19%，公/私有云市场增长均明显提速。

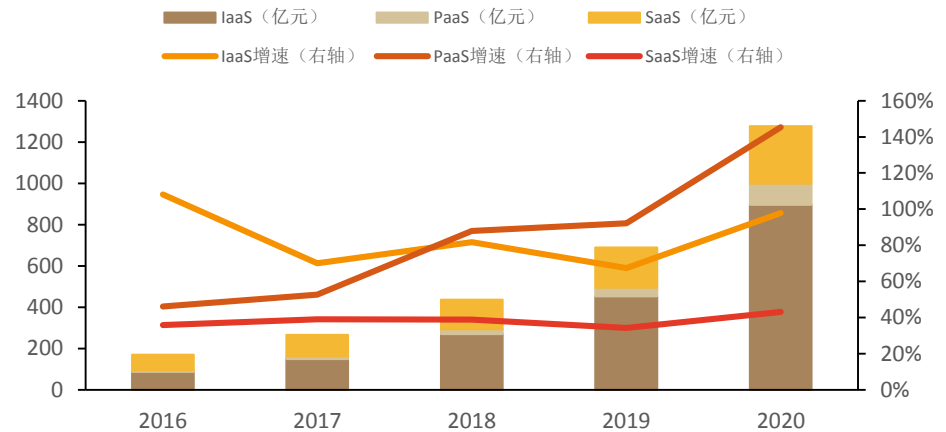
图 32：国内云计算市场规模走势



资料来源：中国信通院、德邦研究所

**基础云服务投入持续加码，平台化服务愈受青睐。**根据信通院数据，2020年我国公有云 SaaS/PaaS/IaaS 市场规模分别为 279/103/895 亿元，同比分别 +43%/145%/98%。企业对于“IaaS+PaaS”为代表的基礎云服务投入持续加码，平台化服务愈受企业青睐，PaaS 市场增速迅猛，2016-2020 年 CAGR 约 89%。

图 33：中国公有云细分市场规模及增速



资料来源：中国信通院、德邦研究所

**企业 IT 支出转云及基础软件平台化趋势预计加快。**在 COVID-19 危机之后，为了更好地满足弹性部署要求，提高系统敏捷性与可拓展性，企业 IT 支出转云的节奏预计将加快。根据 Gartner 的预测数据，企业云收入增速 2024 年将达到 96%，是传统软件收入增速的 3 倍。其中，基础设施软件（数据库、中间件等）平台化的趋势将最为显著，基础设施软件 PaaS 化比例预计将于 2024 年达到 48.5%。

图 34：云市场/非云市场规模增速预期

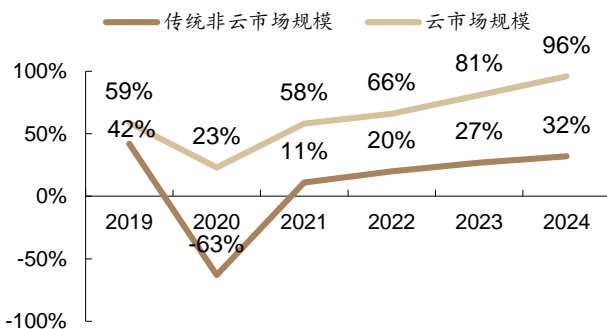
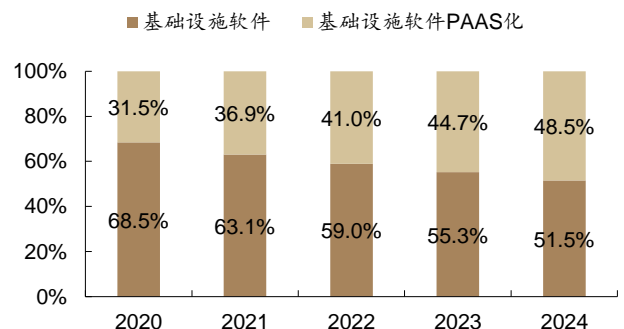


图 35：基础设施软件平台化趋势



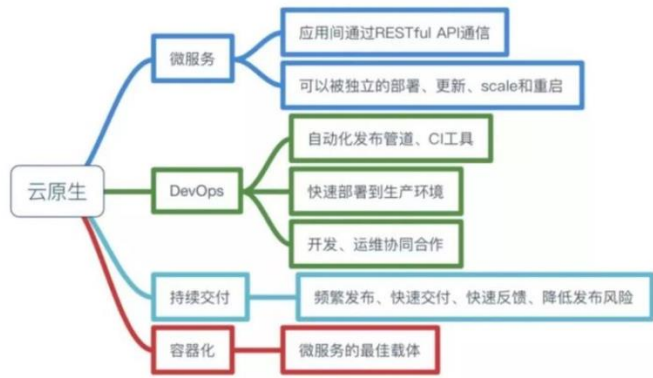
资料来源：Gartner&金蝶《2021年EBC白皮书》、德邦研究所

资料来源：Gartner&金蝶《2021年EBC白皮书》、德邦研究所

### 3.3. 云原生架构将逐步成为企业上云首选方案

从本质上来说，云原生是架构根植于云，基于云上开发、部署、维护的一套技术方法体系。从 IaaS 到 PaaS，再到 SaaS，意味着云平台提供的工具和服务越来越多，购买云服务的企业所要做的开发相关的任务就越来越少，这一趋势为云原生的出现提供了技术基础和方向指引。企业业务要想真正的云化，不仅要在基础设施和平台层面实现，而且应用本身也应该基于云的特点进行开发，从架构设计、开发方式、部署维护等各个阶段和方面重新设计，构建真正应“云”而生的“云原生应用”。云原生 (CloudNative) 是一个组合词，Cloud+Native。Cloud 表示应用程序位于云中，而不是传统的数据中心；Native 表示应用程序从设计之初即考虑到云的环境，摒弃传统的运维开发框架，通过容器化、DevOps 及微服务架构实现应用的弹性伸缩和自动化部署，充分利用和发挥云平台的弹性与分布式优势。云原生架构的基本组件可以总结如下：采用开源堆栈 (K8S+Docker) 进行容器化，基于微服务架构提高灵活性和可维护性，借助敏捷方法、DevOps 支持持续迭代和运维自动化，利用云平台设施实现弹性伸缩、动态调度、优化资源利用率。

图 36：云原生涉猎的核心技术



资料来源：程序员之家、德邦研究所

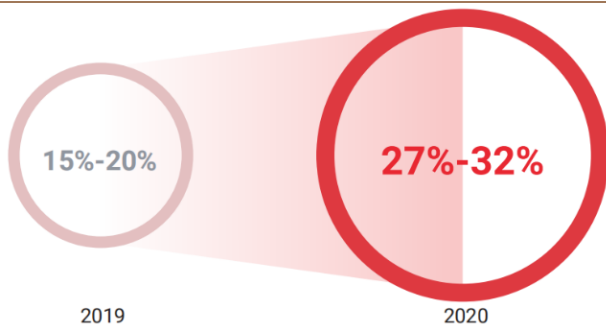
图 37：云原生全貌



资料来源：王银利《云原生体系下的技术海浮沉与理论探索》、德邦研究所

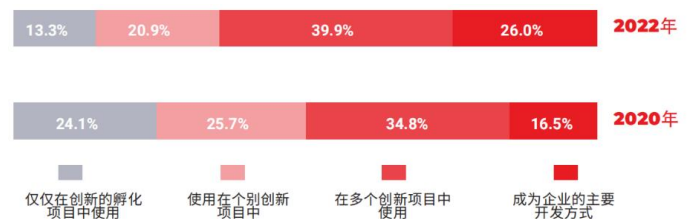
云原生架构将逐步成为企业上云首选。云原生思维将平台的优先级从静态刚性转变为动态敏捷性，从采用旧架构转变为云原生设计，为组织提供可靠敏捷的环境，新技术架构旨在反映云原生体验的本质，为组织应用新的技术、应用程序以及平台提供了一个全新的、可靠的、敏捷的环境。它优先考虑敏捷性、持续创新、持续交付、流程、算法、事件流、应用市场、全球扩展的弹性、可用性和性能、一致性、目标导向的优化、跨角色的生产力和托管自助服务。随着容器化、可持续交付、编排系统等领域技术的日益成熟，云原生架构将逐步成为企业上云首选。

图 38：国内经常使用云原生技术的企业占比



资料来源：IDC&用友《2021 商业创新风向标》、德邦研究所

图 39：企业项目云原生技术应用比重



资料来源：IDC&用友《2021 商业创新风向标》、德邦研究所

## 4. 用友网络：云化转型拉近产品力差距，大型企业市场国产替代正当时

### 4.1. 大型企业市场是企业服务行业的竞争焦点，国产替代空间巨大

以大型企业（包括超大型）市场为代表的高端市场是国内 ERP 市场的核心组成部分。大型及超大型企业付费能力强的同时，由于组织架构庞大，业务流程复杂，对集团内各部门业务的协同管理要求高、难度大且涉及大量的定制化开发，因此对于 ERP/BIP 这类企业管理创新软件的需求、付费意愿均较强，且由于系统复杂，更加青睐于产品力突出、实施交付经验丰富的知名供应商，具备较强的客户粘性。而中小微企业由于业务及组织架构相对单纯，人员规模不大，对于信息化建设的成本较为敏感，因此对企业服务的需求多集中在财务、库存、客户关系管理等少数模块，ERP 渗透率及付费能力均较低。根据我们的测算，2020 年国内 ERP 市场规模（云+软件）约 373 亿，高端 ERP（大型及超大型企业 ERP）市场规模约 295 亿，占比接近 8 成。2030 年国内 ERP 市场规模（云+软件）有望达到 1339 亿元，高端 ERP 市场规模约 870 亿，随着中小微企业 ERP 付费渗透率的提升，市占有所下降，但预计仍将保持在 60% 以上。

图 40：国内 ERP（云+软件）市场规模测算

超大型企业（营收百亿以上）	2020E	2025E	2030E	大型企业（营收20亿以上）	2020E	2025E	2030E
数量（家）	937	985	1035	数量（家）	10068	11672	13531
ERP渗透率（付费）	100%	100%	100%	ERP渗透率（付费）	100%	100%	100%
客单价（万元）	1000	1276	1629	客单价（万元）	200	322	519
市场规模（亿元）	94	126	169	市场规模（亿元）	201	376	702
假设：数量CAGR=1%，单价CAGR=5%；				假设：数量CAGR=3%，单价CAGR=10%；付费能力强，且最需要优化内控，单价预计快速提升			
中型企业（营收5000万以上）	2020E	2025E	2030E	小微企业	2020E	2025E	2030E
数量（万家）	24	31	39	数量（万家）	1600	1855	2150
ERP付费渗透率预期	15%	20%	25%	ERP付费渗透率预期	5%	12%	20%
平均客单价预期（万元）	15	19	24	平均客单价预期（元）	3000	4015	5373
市场规模（亿元）	54	117	238	市场规模（亿元）	24	89	231
假设：数量CAGR=5%，单价CAGR=5%；				假设：数量CAGR=3%，单价CAGR=6%；云化ERP功能丰富度提升，成本可控，渗透率快速提升；			
类别	2020E		2025E		2030E		
ERP总市场规模（亿元）	373		708		1339		
高端ERP市场规模	295		502		870		
高端ERP市场占比	79%		71%		65%		
ERP市场5年CAGR	-		14%		14%		

资料来源：金蝶国际业绩说明会、国家统计局、泛普软件、前瞻产业研究院、德邦研究所测算

当前国内高端 ERP 市场主要由 SAP、Oracle 两大巨头厂商把持，高端市场潜在国产替代空间约 262 亿。根据《2021 年中国工业软件发展白皮书》的数据，19 年国内高端市场 SAP 与 Oracle 市占分别为 33%/20%，二者高端市场合计市占高达 53%，用友市占仅为 14%。考虑到 Oracle 19 年开始退出中国，预计近两年市占明显下行（国产替代趋势下，20/21 年 SAP 市占预计小幅下降），再者 SAP 与 Oracle 产品的咨询及实施交付多交由 IBM、埃森哲等生态伙伴完成，我们测算得到当前国内高端 ERP 市场国产替代（云+软件+实施交付）的潜在空间约为 262 亿。

图 41：国内高端 ERP 市场国产替代潜在空间

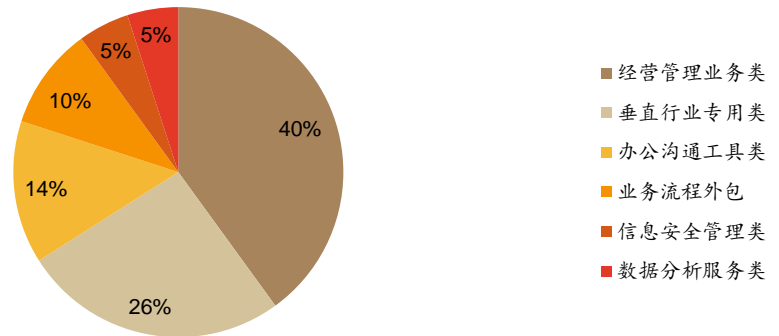
SAP	2019	2020E	2021E	Oracle	2019	2020E	2021E
占国内高端ERP市场份额预期	33%	32%	31%	占国内高端ERP市场份额预期	20%	14%	8%
高端ERP市场规模（亿元）	-	295	335	高端ERP市场规模（亿元）	-	295	335
SAP高端市场规模（亿元）	-	94	104	SAP高端市场规模（亿元）	-	41	27
21年潜在高端市场可替代空间（SAP与Oracle实施交付多交给生态伙伴，按照“软件授权：实施交付”=1:1测算，亿元）							262

资料来源：金蝶国际业绩说明会、国家统计局、泛普软件、前瞻产业研究院、《2021 年中国工业软件发展白皮书》、德邦研究所测算

## 4.2. 企业管理软件上云是大势所趋，云化转型拉近产品力差距

企业管理软件上云是大势所趋，2030 年国内云 ERP 市场规模有望突破千亿。2020 年经营管理业务类软件占国内 SaaS 市场的比重约 40%，是当前占比最高的细分领域。随着国内企业 IT 支出转向云端及基础软件平台化进程的深化，ERP/BIP 的云化率预计将持续提高。

图 42：2020 年国内 SaaS 市场细分领域占比



资料来源：前瞻产业研究院、德邦研究所

我们基于以下逻辑测算国内云 ERP 市场的规模：

1) 根据艾瑞咨询的数据，2020 年国内企业级 SaaS 市场规模约 538 亿元，2021/2022/2023 年增速约 37%/35%/32%，假定 2023-2030 年增速放缓至 CAGR=18%；

2) 假定 2020 年国内 ERP 市场的云化率为 35%（2020 年用友/金蝶云/SAP 云收入占比分别约为 40%/57%/30%），云 ERP 市场未来增速与企业级 SaaS 市场匹配；

基于以上，我们测算得到 2030 年国内 ERP 市场云化率约 75%，云 ERP 市场规模约 1006 亿元，市场前景可观。

表 1：国内云 ERP 市场规模预期（单位：亿元）

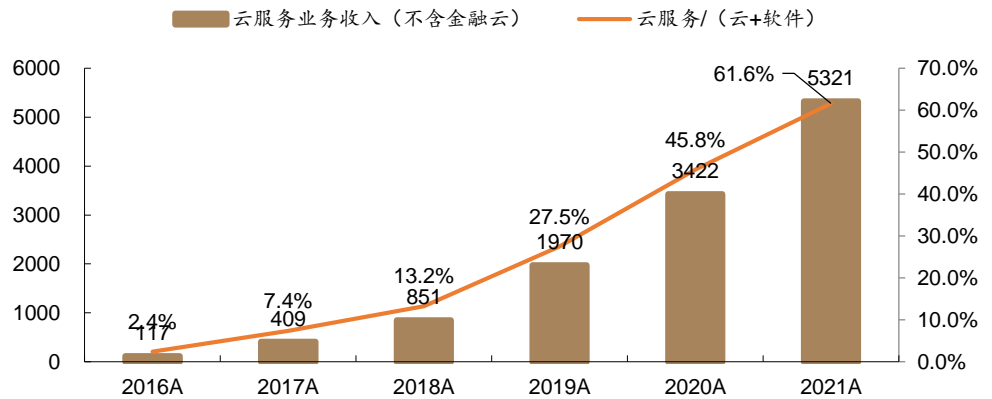
项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2030E
我国企业级 SaaS 市场规模	538	737	991	1304	4154
企业级 SAAS 市场 yoy	49%	37%	35%	32%	CAGR 18%
ERP 市场规模预期	373	424	482	548	1339
云 ERP 市场 yoy	-	37%	35%	32%	CAGR 18%
云化率预期	35%	42%	50%	59%	75%
云 ERP 市场	130	179	240	316	1006

资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所测算注：ERP 市场规模预期增速参考图 40

用友云化进程提速，ARR、续费率及新签合同增速均亮眼。2021 年公司云服务收入达 53.21 亿，云服务/（云+软件）约 62%，同比+16pcts，云服务收入占“云+软件”比重已经突破 50%，实现拐点位突破，云化进程明显提速。此外，公司 21 年半年报首次披露了 ARR（年度经常性收入），21H1 达 8.3 亿（大型企业占比约 52%），21 全年为 16.5 亿（较之 21H1 增长约 98%）。续费率方面，21H1 大型/中型/小微续费率分别约为 95%/71%/80%，21Q3 则分别为 108%/73%/81%，不同规模企业云服务续费率均有提升（大型企业提升幅度最大）。22Q1 披露了大、中型企业续费率，分别为 108%/84%，中型企业续费率亦明显提升。从新签合同情况来看，21Q1-Q3 云业务新签合同金额同比增速约 61%，500 万以上合同增速约 59%（21Q4 未披露），云化进程提速的同时，云收

入的质量及可持续性也均表现亮眼。

图 43：公司云服务业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 44：公司云服务业务部分相关指标

ARR (亿元)	21H1	21Q4	续费率	21H1	21Q4	新签合同 (亿元)	21Q1-Q3
类别	8.34	16.50	类别	21H1	21Q4	类别	21Q1-Q3
环比21H1	-	97.9%	大型企业	94.5%	108.0%	云+软件直销合同金额	48
大型企业	4.3	未披露	中型企业	71.4%	84.0%	yoy	31.9%
中型企业	0.8	未披露	小微企业	79.9%	未披露	云业务新签合同	33
小微企业	2.9	未披露	政府与公共组织	100.0%	未披露	yoy	61.4%
政府与公共组织	0.4	未披露	备注：仅统计公有云服务产品		500万以上合同yoy	59.1%	
云服务客户情况							
类别	2019	2020	21Q1	21H1			
累计付费客户数 (万家, 剔除金融云)	52.6	60.2	63.2	66.7			
新增云服务付费客户 (万家)	-	7.6	3.1	6.6			

资料来源：公司公告、德邦研究所

### 云转型拉近产品力差距，高端领域国产替代成为可能：

**1) 产品力角度：**从产品角度来看，软件时代以用友、金蝶为代表的国内厂商在高端 ERP 领域，由于与 SAP、Oracle 在研发投入、底层核心算法、全球化布局、高端咨询实施合作网络等方面均存在较明显的差距，因此在产品力方面很难比肩国外巨头厂商。随着 SAP、Oracle、金蝶、用友等主要厂商均迈入产品云转型阶段，ERP 各模块功能的架构重塑拉近了彼此的产品力差距。在多数功能上，用友产品已经能实现对于海外厂商的平替。例如在财务管理模块，用友产品的流畅性、扩展灵活性并不逊色于海外厂商产品。即使在海外厂商优势比较突出的产品全球化方面，随着用友高频次的平台产品迭代，NC Cloud 在支持多时区、多汇率、多语言、多会计准则、多数据格式、多账簿等全球化能力方面取得了长足进步。此外，与海外厂商相比，用友、金蝶具备突出的性价比优势，SAP/Oracle 主要公有云产品年费在 1.1-1.8 万之间，而 NC Cloud 年费仅在 3000 元左右，价格优势明显。

图 45：主要厂商核心云 ERP 产品比较及 NC Cloud 迭代情况

对比类型	SAP	Oracle-NetSuite	金蝶	用友	
产品对象	中小企业	SAP Business One	Oracle NetSuite云ERP小企业版	KIS Cloud	T+ Cloud
	中型企业	SAP Business ByDesign	NetSuite	云星空	YonSuite&U8 Cloud&U9 Cloud
	大型企业	SAP S/4 HANA	NetSuite OneWorld	云苍穹	NC Cloud&YonBIP
产品功能	财务	包含	包含	包含	包含
	供应链	包含	包含	包含	包含
	采购	包含	包含	包含	包含
客户数量	17万	2万	100万+	100万+	
是否采用云原生技术	采用	采用	采用	采用	
云转型时间	2011	1998	2014	2016	
技术平台	SAP Cloud Platform	SuiteCloud	云苍穹	iuap	
生态平台	SAP PartnerEdge	SuiteLife	云苍穹	YonStore/YonBuilder	
商业智能与分析智能	包含	包含	包含	包含	
低代码开发能力	包含	包含	包含	包含	



资料来源：前瞻产业研究院、德邦研究所

图 46：主要厂商公有云年付费 ERP 产品年费比较（单位：元）

客户类型	SAP		Oracle-NetSuite		金蝶		用友	
	产品	年费	产品	年费	产品	年费	产品	年费
小型企业	Business One	11000	Limited Edition	8400	KIS	500	T+ Cloud	1000
中型企业	Business ByDesign	12500	Mid-Market Edition	8400	K/3	1000	U8 Cloud	1500
大型企业	S/4 HANA	18500	OneWorld	8400	苍穹	不详	NC Cloud	3000

资料来源：前瞻产业研究院、德邦研究所

**2) 下游客户角度：**从下游客户角度来看，云化进程的深化及竞争环境的变迁，推动大型企业信息化战略重心从稳定性转移到差异化和敏捷性。在传统软件时代，大型企业业务变化节奏慢，系统迭代需求较低，主要关注 IT 架构的稳定性、底层数据库能力以及整体安全性，整个 ERP 架构的调整周期多在 5-8 年。在此背景下，SAP 与 Oracle 的先发优势彰显无疑，要实现核心系统的国产替代难度较大。但随着云化进程深化及产业互联网背景下，大型企业面临的外部竞争加剧，CIO 关注的重点也从系统稳定性转移到差异化和敏捷性，以支持未来应用程序的动态变化，更好地参与数字经济时代的竞争。根据 Gartner 针对 CIO 的访谈数据，多数企业认为过去在较为刻板的记录系统上支出规模过大，今后 IT 支出预算的重心将逐步朝创新系统及差异化系统转移。在此背景下，云化产品带来的 IT 架构洗牌不仅缩小了用友与 SAP、Oracle 的产品力差距，也给了用友通过平台化能力、创新功能及特色应用（例如专票电子化系统）切入大型客户供应链的机会（传统 ERP 软件时代，要实现对于 SAP 厚重的高端 ERP 系统替换，不仅要求用友的产品力超越 SAP，还要求相对保守的大型客户在业务稳定的情况下有替换核心系统的意愿与决心，难度非常大，但在追求商业创新及 IT 架构云原生、敏捷化升级的当下，用友、金蝶通过细分领域优势产品或平台切入大客户供应链变得更切实际），且随着大型客户对于系统新功能开发、迭代的周期缩短，用友、金蝶的本地化、定制化优势（SAP 对于每个行业及其细分领域的打法类似且实施交付基本交给生态伙伴，甲方要添加差异化的创新应用较为困难）将进一步凸显。

图 47：数字化商业平台更强调 IT 架构的差异化与敏捷性

传统平台优先级	数字化商业平台优先级
<ul style="list-style-type: none"> <li>• OLTP 在线交易处理</li> <li>• Client/Server 客户机/服务器</li> <li>• Messaging 消息传递</li> <li>• Data Center 数据中心</li> <li>• B2B 商业对商业</li> <li>• Central IT, Code 中央IT,代码</li> <li>• Project Organization 项目式的组织</li> <li>• Stability 稳定性</li> <li>• Data Warehouse/BI 数据仓库/商业智能</li> <li>• Distributed Transactions 分布式事务</li> <li>• Security 安全</li> <li>• Enterprise Scale 企业范围</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• App/Service Mesh 应用程序/服务网格</li> <li>• Multiexperience 多重体验</li> <li>• Event Mesh 事件网格</li> <li>• Serverless Cloud 无服务器云</li> <li>• Ecosystems, Marketplaces 生态系统, 市场</li> <li>• Democratized IT, Low Code 民主化IT,低代码</li> <li>• Product DevOps 持续研发持续交付</li> <li>• Agility 敏捷性</li> <li>• Continuous Intelligence 持续智能</li> <li>• Eventual Consistency 最终一致性</li> <li>• Cybersecurity 网络安全</li> <li>• Global Scale 全球范围</li> </ul>

资料来源: Gartner&金蝶《2021年EBC白皮书》、德邦研究所

图 48: 企业对信息化系统的诉求及投入意愿变化



资料来源: Gartner&金蝶《2021年EBC白皮书》、德邦研究所

### 4.3. 信创政策加码，大型标杆项目佐证用友高端市场国产替代加速推进

信创政策持续加码，以 ERP 为核心的企业级应用软件与服务国产替代趋势确定不移。2020 年“十四五”规划建议稿明确提出“把科技自立自强作为国家发展战略支撑，摆在各项规划任务的首位，进行专章部署”，20 年年末政治局会议提出“强化国家战略科技力量”，并时隔多年再此提及“自主可控”，信创产业战略意义再升级，ERP、BIP、PLM、MES 等作为企业内外部管理核心软件，是赋能企业经营的核心引擎，国内企业（尤其是超大型/大型龙头企业）国产替代的诉求与迫切性不言而喻。

表 2: 近两年国家层面信创政策盘点（部分）

时间	机构/政策	主要内容
2020.6.1	《网络安全审查办法》	建立网络安全审查制度，通过网络安全审查这一举措，及早发现并避免采购产品和服务给关键信息基础设施运行带来风险和危害，保障关键信息基础设施供应链安全，维护国家安全。
2020.12.29	中央经济工作会议	在重点领域布局一批国家制造业创新中心，着力解决“卡脖子”难题，补齐产业链供应链短板；力促产业链供应链自主可控，提升产业链供应链现代化水平。
2021.3.13	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展。依托行业龙头企业，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，加快工程化产业化突破。
2021.5.28	全国两院院士大会	要坚持把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，加快建设科技强国，实现高水平科技自立自强；要加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。
2021.7.21	《关于推进教育新型基础设施建设，构建高质量教育支撑体系的指导意见》	要推动可信应用，促进信息技术应用创新，提升供应链安全水平。有序推动数据中心、信息系统和办公终端的国产化改造，推进国产正版软件使用。
2021.11.30	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	壮大信息技术应用创新体系，开展软件、硬件、应用和服务的一体化适配，逐步完善技术和产品体系。

2021.12.27

《“十四五”国家信息化规划》

力争关键核心技术创新能力显著提升，集成电路、基础软件、装备材料、核心元器件等 8 大短板取得重大突破；加强信息技术基础研究、强化关键信息技术创新。强化市场化和产业化引导，加强重点领域核心技术短板重点突破和集中攻关。

资料来源：各部委官网、“自主可控新鲜事”公众号、德邦研究所

**2021 年，用友在信创领域的布局持续强化与加速，且取得丰硕成果：**1) 适配领域：用友已全领域适配中国电子 PKS 等几大信创体系，实现了从芯片、存储、操作系统、数据库、中间件、服务器、企业云服务到上层应用的信创全栈覆盖；2) 适配成果：用友已完成 210 项适配互认证，获得证书 141 份；3) 产业合作：用友与中国电子、中国长城、飞腾信息、麒麟软件、达梦数据库、东方通等信创伙伴建立了战略合作关系，共同助力客户布局信创领域；4) 客户应用落地：用友携手信创伙伴，助力 CEC 中国电子、广东烟草、泸州银行等多家企业数智化平台安全、有效落地。

图 49：用友全栈适配信创软硬件基础设施



资料来源：公司官网、德邦研究所

**大型标杆项目佐证用友高端市场国产替代加速推进。**近 2 年来，用友在多领域斩获大量千万级项目。例如，用友拿下了中烟总公司及其下属多个省分公司 ERP 及业务管理系统大单；拿下了联通集团司库系统及金融服务平台建设项目；对国投集团旗下 470 多家分支机构财务模块实现对 Oracle 系统自上而下的国产替代；基于 YonBIP 为华为提供系列领域云应用等等。这些重量级标杆项目体现了在财务等企业管理系统核心模块，用友已经有了替代 SAP、Oracle 产品的能力，也佐证了公司在高端领域国产替代进程的提速。

表 3：用友近三年中标的部分千万级别项目

项目名称	发布日期	招标/采购单位	中标金额(万元)
国投集团财务信息化一体化平台建设项目 (标段一)	2021/7/28	国投集团	4308.96
河北唐银钢铁有限公司退城搬迁项目智能制造 MES、ERP 信息化系统总承包 (一标段) 项目	2021-08-23	河北唐银钢铁有限公司	3988.00
公司集团司库系统及金融服务平台(开发测试服务) 项目	2020-07-09	联通集团财务有限公司	3768.96
ERP 系统建设项目	2022-01-06	中国盐业集团有限公司	3387.82
珠海市妇女儿童医院 (珠海市妇幼保健院) 异地新建项目信息化业务系统软件项目	2020-05-22	珠海市妇幼保健院	2638.00
云南中烟统一信息化平台 (ERP 系统) 项目	2020-08-20	云南中烟工业有限责任公司	2528.30
联通集团财务有限公司应用系统运营维护服务项目	2020-05-20	联通集团财务有限公司	2208.00

湖南省人民政府国有资产监督管理委员会本级湖南省国资国企在线监管大数据系统项目	2021-02-27	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	1680.00
新华水力发电有限公司财务共享服务中心建设项目	2021-04-20	新华水力发电有限公司	1428.17
中国烟草总公司河北省公司全国统一卷烟营销管理平台项目	2021-09-27	中国烟草总公司河北省公司	1310.00
龙煤集团电子招标采购与供应链管理云平台建设项目	2021-04-26	黑龙江龙煤物流有限责任公司	1298.00
冀中能源集团有限责任公司财务共享项目咨询服务与软件平台建设二次项目	2020-05-29	冀中能源集团有限责任公司	1280.00
河北唐银钢铁有限公司退城搬迁项目智能制造 MES、ERP 信息化系统总承包 (二标段)	2021-08-23	河北唐银钢铁有限公司	1280.00
浙江省交通投资集团有限公司财务共享服务平台 (一期) 建设项目	2020-06-19	浙江省交通投资集团有限公司	1265.25
广西烟草商业智能财务共享中心建设项目	2021-07-13	中国烟草总公司广西壮族自治区公司	1168.00
西宁市第一医疗集团综合运营管理系统 HRP 项目	2021-10-25	中国农业银行股份有限公司青海省分行	1019.00

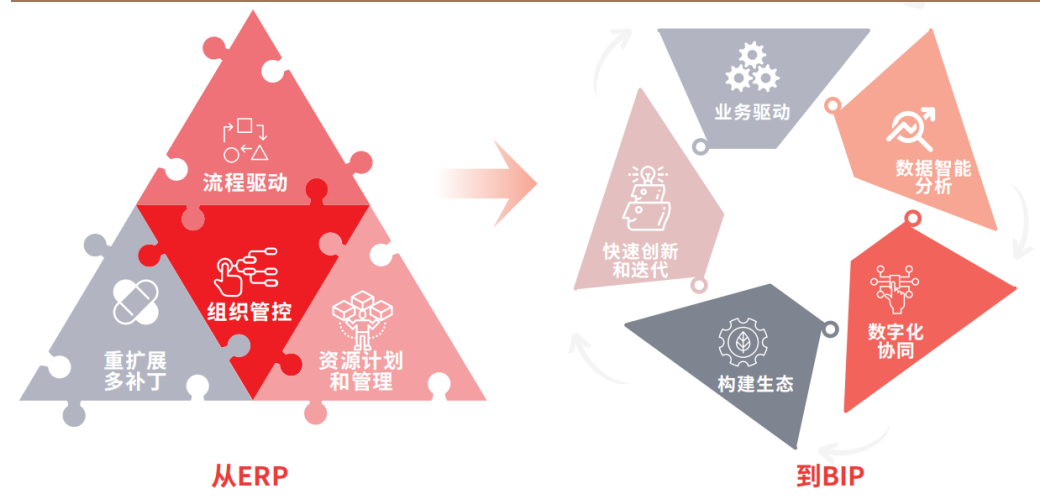
资料来源：企查查、公司公告、德邦研究所

## 5. 用友网络：从内部管理到外部商业创新，BIP 助力用友打造产业互联网，走向生态化、平台化

### 5.1. 从 ERP 到 BIP，用友迈向服务企业“全生命周期”

ERP 侧重企业内部管理效率提升，BIP 关注企业外部经营效率提升及产业链协同。从 ERP 向 BIP 演进是企业管理方式由信息化、数字化走向智能化的进化过程。ERP 重资源、重规划，带给企业的价值是“流程优化、效率提升”，BIP 则是以企业内外部数据为核心驱动力，使能企业“商业创新、转型升级并重构发展力”。ERP 以企业为边界，而 BIP 在服务企业商业创新的基础之上，站在产业互联网层面，重新思考企业的业务创新边界、产业链的资源组织，平衡产业链业务分工协作与企业内部管理。总之，BIP 不只是工具型的商业操作系统，更是集工具、能力、资源于一体的生态化、综合型多元服务平台。

图 50：从 ERP 到 BIP 的演进



资料来源：IDC、德邦研究所

#### BIP 与 ERP 的区别主要体现在以下几个方面：

1) 从技术维度看：传统 ERP 通常采取 SOA 架构，具有套件化、有限弹性的特点，BIP 平台采用云原生、微服务、中台化和数据分离的架构设计，具有数字化、智能化、高弹性、安全可信、社会化、全球化、平台化、生态化八大特性；ERP 必须基于结构化数据，通过智能分析工具（BI）对大量数据进行处理，而 BIP 则能对大量的异构数据进行智能化分析，通过 AI、RPA、机器学习、智能交互等方式挖掘数据价值。

2) 从应用模式维度看：ERP 大多采取模块化的套装软件，以私有云部署为主，部分采用 SaaS 或租赁方式。而 BIP 则以公有云服务为主流，提供中台化企业商业创新所需的能力，实现客户驱动的商业资源连接和管理，突破企业边界实现基于商业优化的资源分配。深度赋能各领域业务场景，实现移动化、实时化、云连接、物联网、自动数据采集、智能应用等等，重塑各领域、各行业的数字化。

3) 从业务维度来看：BIP 很多都是解耦的服务，不用拘泥于具体的技术或者系统，更多的是针对客户的应用创新，面向场景，将基础能力中台化，提出符合企业业务发展的解决方案。

图 51：ERP 与 BIP 的主要差别

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

资料来源: 公司官网、德邦研究所

YonBIP 致力于通过“搭积木”的方式, 助力企业数智转型。YonBIP 依托四大全新技术架构 (云原生、元数据驱动、中台化、数用分离)、六大 PaaS 平台 (数据中台、智能中台、业务中台、技术平台、低代码开发平台、连接集成平台)、八大领域云服务 (营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同) 为企业在数字化转型中提供不同业务场景的 SaaS 服务。通过“搭积木”的方式为企业构建智能核心, 助力企业商业创新。

图 52: YonBIP 总体服务架构

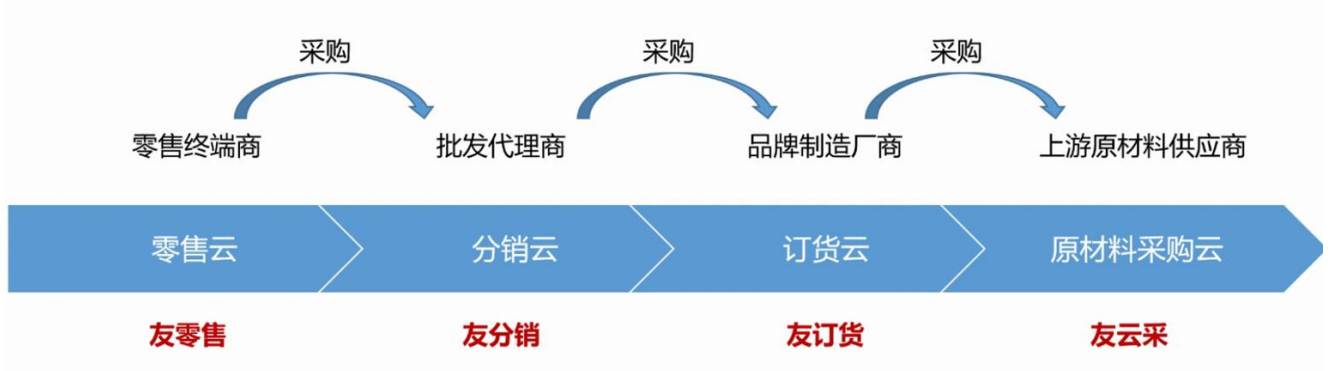


资料来源: 用友《商业创新平台 (BIP) 白皮书》、德邦研究所

## 5.2. 依托 YonBIP 打造产业互联网，用友获客效率有望迎来质变

YonBIP 助力产业链卷入式上云，产业互联网模式下，公司获客效率有望迎来质变。YonBIP 作为凝聚了互联网思维的产品，其在助力企业客户实现产业链上下游快速联动的同时，也是助力用友快速融入企业生态圈，打通产业链上下游其他参与方的利器。举例来说，若公司某客户使用了用友采购云服务（友云采），那么产业互联网中与该客户有合作关系的供应商要与其合作就需要通过友云采平台上传各种认证、采购合同等材料，这些供应商中的部分就很可能成为用友的付费客户，这种产业互联网模式，通过卷入客户上下游厂商帮助用友极大提高市场开拓效率，将为公司带来更广阔的增量空间。此外，虽然许多互联网巨头厂商都在尝试做产业互联网，但这些厂商在 ERP 方面积累较少，用友既能够满足单个企业内部管理需求，又能满足产业链上下游联动诉求，在领域内具备得天独厚的优势。

图 53：YonBIP 助力用友切入产业互联网



资料来源：公司官网、德邦研究所

图 54：“BIP+ERP” 是用友在 to B 产业互联网领域的核心优势



资料来源：公司官网、德邦研究所

## 5.3. 平台化、生态化亦是用友实现降本增效的必由之路

只有构筑平台化生态，用友才能更专注于标品开发，进而实现费用改善。在数字经济时代，企业千人千面的个性化需求特点更加突出，尤其是大型/超大型企业对于定制化功能的要求更高，标准化的传统软件和通用方案无法满足企业的多样化需求，而大量的定制化又会给企业服务供应商带来高昂的实施交付人力成本，通过赋能生态伙伴 (ISV)，将多数定制化服务交付生态解决，公司本身更多聚焦底层平台、技术中台及标品应用开发，构筑平台化生态是平衡下游客户定制化需求及自身标品化诉求的必由之路。

图 55：平台化生态助力解决费用与下游定制需求之间的矛盾



资料来源: 德邦研究所绘制

用友积极践行生态化战略, 为生态合作伙伴提供多样化赋能平台:

1) **YonBuilder 低代码开发平台**: YonBuilder 面向包括原厂开发、行业开发、本地化开发、企业自建、ISV 开发、个人开发者在内的全生态, 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。

2) **YonLinker 连接集成平台**: YonLinker 连接集成平台能实现在公有云、混合云、私有云环境下连接任何应用、数据、设备; 帮助企业设计、构建 API 和实现应用之间的集成, 实现低成本、快速、便捷的应用连接和集成, 促成业务、流程及体验的一体化; 同时通过集成连接平台可轻松连接企业产、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, 支撑企业商业的快速创新。

3) **YonStore 云市场**: YonStore 云市场是基于用友云平台构建的应用服务商城, 通过业务运营, 聚合海量生态伙伴的产品及服务, 聚合广大客户、用户, 实现企业服务产业 O2O 商业模式的平台。云市场是向客户提供企业级互联网应用 (包括软件、应用、软硬一体方案及服务) 的网络平台和在线交易平台。

4) **企业云服务商业运营服务平台**: 基于商业运营服务平台, SaaS 伙伴可以实现企业服务的开发、部署、上线、开通、激活、运营服务的一条龙的运营服务支撑, 共享用友 BIP 的 Devops、订单商务系统、客户成功系统摩天伙伴赋能、开发者社区等服务。

5) **开发者学习认证平台及开发者社区**: 为开发者提供资格认证、用户服务、线上互动、线下沙龙及全职业生命周期链接。构建运营企业互联网技术社区, 实现生态伙伴之间交流、分享、协作。

截止 21Q4, YonStore 累计发展并入驻生态合作伙伴已超 10000 家, 累计入驻商品数超 15000 款, 平台化生态蓬勃发展。

图 56: 发力生态战略, 用友与伙伴共成长

**10000+**家

云市场入驻伙伴

**15000+**款

云市场上市入驻产品

**126**款

上市融合产品

**2200+**家

商业伙伴

**970**家

ISV伙伴

**370**家

专业服务伙伴

**1700**家

合作银行

**110**家

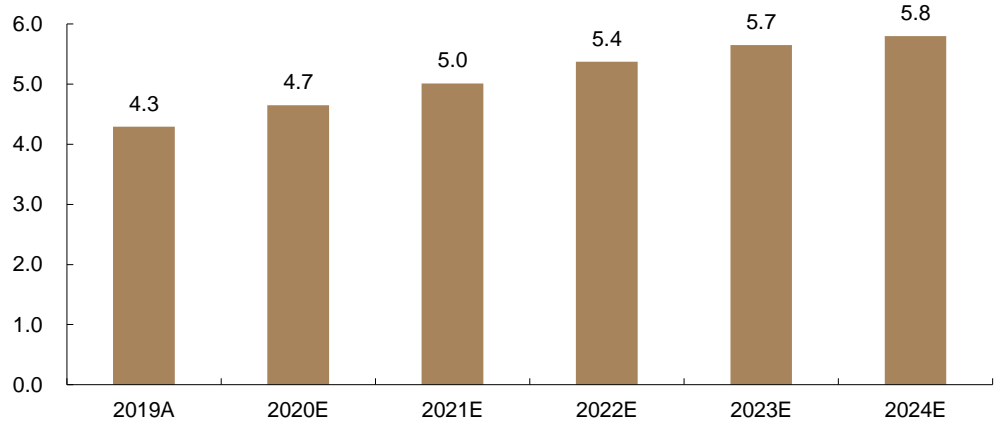
技术平台伙伴



资料来源：公司公告、德邦研究所

平台化生态也将为公司商业模式的丰富带来更大的想象空间。YonBIP 生态平台成熟后，有望进一步拓展公司商业模式，例如按技术平台、功能模块使用时长收费、ISV 终端应用分润、甚至按生态平台 GMV 收费。我们参考平台化生态建设较为成熟的全球 CRM 龙头 Salesforce，根据 IDC 的测算数据，2019 年 Salesforce 每取得 1 美元的营收，其生态平台的收入约 4.3 美元，2024 年预计将提升至 5.8 美元。例如，用友 YonBIP 采购服务友云采就有收取平台服务费的潜力，友云采在以 SaaS 化提供企业服务产品的同时，积极培育产业互联网电商平台运营业务，致力于为中国企业实现供应链对接，将采购方与供应商需求进行全网撮合（助力大型企业阳光采购，降低成本；助力中小企业供应开源，获取更多收入）。根据用友披露的数据，2021 年采购云服务平台交易额（GMV）达 1186 亿元，平台产生 63 万笔订单。我们看好随着 YonBIP 平台生态成熟，用户粘性提高，用友商业模式的进一步丰富。

图 57: Salesforce 每单位营收对应生态平台收入（单位：美元）



资料来源：IDC、德邦研究所

图 58: YonBIP 采购服务平台（友云采）2021 年运营情况



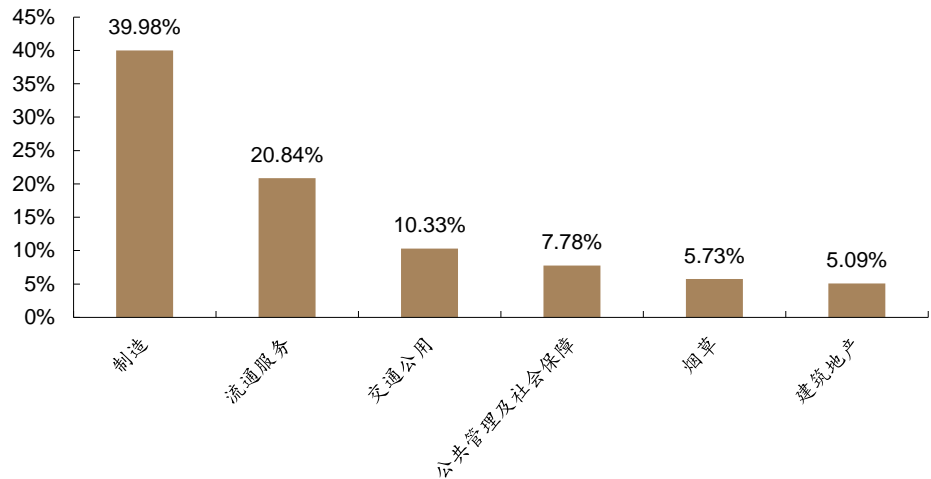
资料来源：公司微信公众号、德邦研究所

## 6. 用友网络：进军智能制造核心业务系统，工业互联网助力打造第二成长曲线

### 6.1. 制造业是公司核心下游市场，智能制造市场前景广阔

制造业占公司云服务签约金额的比重接近 4 成，是公司下游核心市场。从公司云服务签约金额的行业构成来看，21Q1-Q3 制造业签约金额占比约 40%，远高于其他行业，是公司下游核心市场。

图 59：公司云业务客户签约金额行业分布（截止 21Q3）



资料来源：公司公告、德邦研究所

**2025 年智能制造市场规模有望突破 4 万亿。**智能制造致力于通过信息化手段全面赋能制造业产业价值全链条，具体可以划分为产品智能化、制造智能化、管理智能化及服务智能化。根据前瞻产业研究院的数据，2020 年国内智能制造装备业市场规模约为 2.5 万亿，约占制造业增加值的 9.4%。我们预计随着制造业的逐步复苏及智能制造占制造业增加值比重的持续提高，2025 年国内智能制造市场规模将达到 4.3 万亿，市场潜力巨大。

图 60：智能制造的内涵



资料来源：商汤智能产业研究院、德邦研究所

表 4：国内智能制造市场规模预期

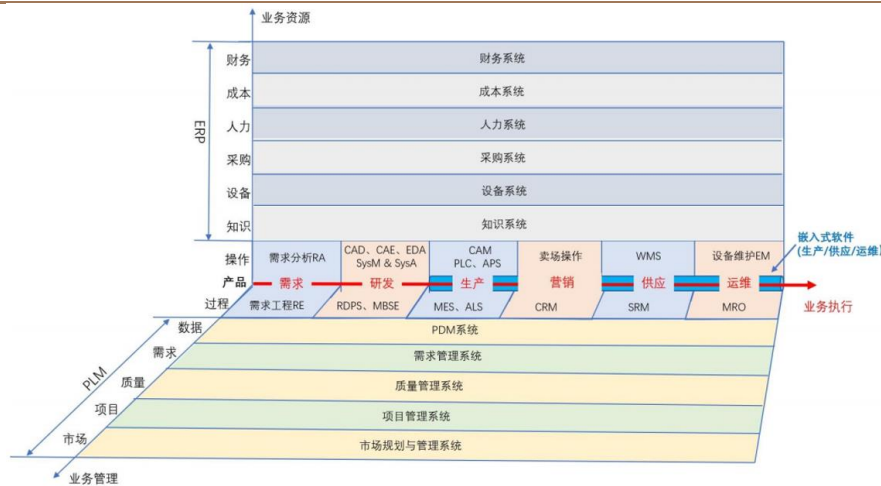
类别	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
制造业增加值 (万亿)	19.9	21.0	23.4	25.6	26.4	26.6	31.4	30.2	31.7	33.2	34.9
制造业增加值 yoy	-	5.05%	11.63%	9.43%	3.20%	0.68%	17.8%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
智能制造市场规模 (万亿)	1.0	1.2	1.5	1.7	2.1	2.5	3.2	3.3	3.6	4.0	4.3
智能制造/制造业增加值	5.00%	5.84%	6.41%	6.83%	7.98%	9.40%	10.20%	10.90%	11.50%	12.00%	12.40%

资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院、商汤智能产业研究院、德邦研究所测算

## 6.2. PLM、MES 市场空间广阔，ERP 厂商进军壁垒相对较小

**MES（制造执行系统）、PLM（产品生命周期管理）、ERP 分别是制造企业业务执行维、业务管理维及业务资源维的核心系统。**企业业务执行包括需求、研发、生产、营销、供应和运维等全生命周期各阶段，“业务执行”是企业生存的主线，本质是“满足客户需求”；业务管理包括数据、需求、质量、项目、市场等贯穿业务阶段的全生命周期管理领域，“业务管理”的目的是保障业务执行按照既定的时间、路线和质量达成既定的目标——产出满足客户需求的产品；业务资源包括知识、设备、采购、人力、成本、财务等支撑业务执行的，贯穿全生命周期的资源。业务资源维以事务处理为导向，一是保障业务执行具有可行性和高效率，二是通过对于企业资源的有效管理，降低间接成本，实现“节流”、“省钱”的目的。**MES、PLM、ERP 分别是上述各维的核心系统，ERP 是用友的核心优势领域，MES 及 PLM 则是公司着力开拓的重点方向。**

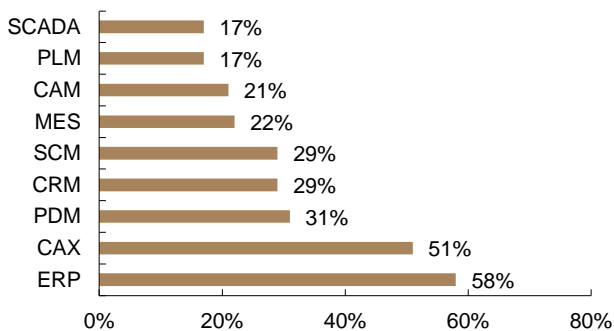
图 61：工业软件按企业应用阶段划分



资料来源：《中国工业软件产业白皮书（2020）》、德邦研究所

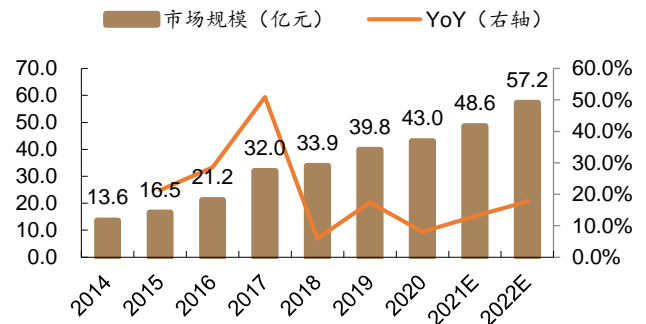
**PLM、MES 国内市场渗透率较低，成长潜力可观，竞争格局分散。**从市场渗透率来看，2018 年国内市场 MES/PLM 的渗透率分别为 22%/17%，明显低于渗透率高于 50% 的 ERP 与 CAX，渗透率提升空间大。从国内市场规模来看，2020 年国内 MES 市场规模约 43 亿元，2016-2020 年 CAGR 约 19%。2020 年国内 PLM 市场规模约 29 亿美元（按 CNY: USD = 6.5 的汇率换算约 189 亿元），仅占全球市场的 5.4%，2016-2020 年 CAGR 约 13%，远高于全球同期 7% 的 CAGR。从竞争格局来看，以 MES 为例，国内 MES 市场竞争格局高度分散，19 年市占最高的厂商西门子市占不到 10%（9.7%）。可观的渗透率提升空间、市场潜力、分散化的竞争格局及企业核心系统国产替代的需求为以用友为代表的国内厂商提供了切入制造业核心系统赛道的宝贵机遇。

图 62：国内主要类别工业软件渗透率（2018 年）



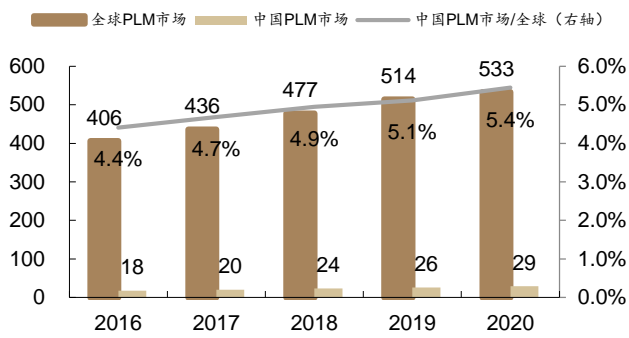
资料来源：百睿智库（BR）、数据化企业研习社、德邦研究所

图 63：国内 MES 市场规模走势



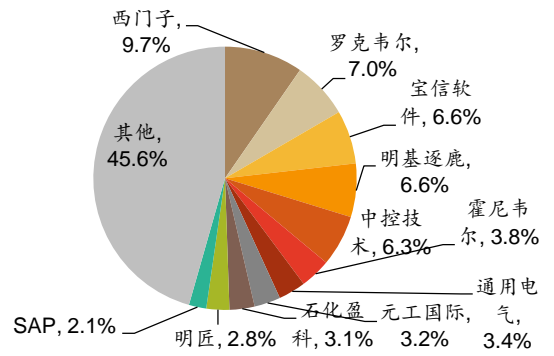
资料来源：e-works、德邦研究所

图 64：全球/国内 PLM 市场规模走势（单位：亿美元）



资料来源：CIMdata、华经产业研究院、德邦研究所

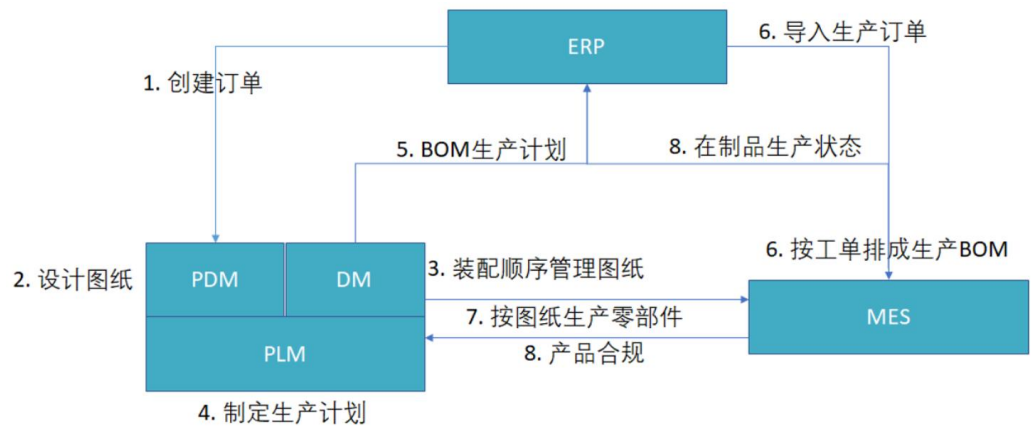
图 65：2019 年国内 MES 市场竞争格局



资料来源：睿工业、德邦研究所

**MES 与 PLM 均为 ERP 下游，用友进军 MES/PLM 的领域壁垒较小。** MES 作为面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统，定位于执行层面。它接转 ERP 下达的工单，并实时发布到产线，通过现场的数据采集，直接对一线操作和车间管理人员提供生产支持。其管理的数据以现在、下一个小时为时间周期，为现场管理人员提供实时信息进行决策，属于承上启下的工业软件（上接 ERP 或 PLM 软件，下接 PLC/DCS/SCADA 软件）。而 PLM 作为创建、管理、分发与应用产品全生命周期数据的管理系统与 ERP 通常是集成与被集成的关系，两大系统在 BOM、物料、工程变更信息等领域存在大量交互。除了系统依存性之外，MES 及 PLM 作为企业业务流管控的核心系统，需求纷繁复杂，极其考验供应商对行业的认知水平，用友依托在 ERP 领域 30 余载的深耕，对各行业的 know-how（尤其是制造业）积累深厚并且具有提供“ERP+MES+PLM”一体化解决方案的能力，因此公司进军 MES/PLM 领域的壁垒较小。

图 66：MES、PLM、ERP 之间的系统依存性



资料来源：51CTO、德邦研究所

### 6.3. 发力工业互联网，拓展 MES、PLM，打造公司第二成长曲线

用友精智工业互联网平台（以下简称“用友精智”）是公司集成 ERP、MES、PLM、AIOT 及工业大脑核心技术，赋能制造业企业管理、生产全流程的拳头产品。用友精智依托底层工业 PaaS 云平台（iuap），集成 ERP/MES/PLM 等企业内外核心管理系统，聚焦制造中台、工业大脑、AIOT、标识解析等四大核心能力，打通不同系统数据流，实现产品全生命周期数据共享、生产要素的全面管控及多渠道、多部门的业务协同。用友精智自 2017 年 8 月发布 1.0 版本以来，平台在 2019、2020 年入选工信部跨行业跨领域工业互联网平台清单，是首批国家级跨行业跨领域工业互联网平台之一。此外，公司作为工信部产业互联网发展联盟执行理事长单位，参与制定了包括《工业互联网平台应用实施指南（试行）

标准》、《工业数据分类分级指南（试行）标准》等在内的 8 项国家标准制定，在工业互联网领域已具备一定影响力。

图 67：用友精智互联网平台整体业务流程



资料来源：公司官网、德邦研究所

图 68：公司参与多项工业互联网国家标准制定

- 参与 8 项国家标准制定
- 《工业互联网平台 应用实施指南（试行）标准》
  - 《工业数据分类分级指南（试行）标准》
  - 《两化融合管理体系标准》
  - 《两化融合新能力体系标准》
  - 《物流信息化标准》
  - 《国家信息服务标准》
  - 《生产设备管理能力成熟度评价国家标准》
  - 《区块链技术架构标准》

资料来源：公司公告、德邦研究所

“五大技术引擎+十大支撑应用场景+三大平台底座”用友精智 3.0 数智化水平全面升维。21 年 8 月，用友发布并开始运营精智 3.0 平台，全新升级五大技术引擎（物联网、边缘计算、工业大数据、数字孪生、人工智能）、全新支撑十大应用场景（5G+工业互联网+安全生产/废钢判级/厂区物流/全连接工厂/产品运维；AIOT 平台+工业机器人/视觉检测装备/节能装备/供应商协同/渠道协同）、全新铸造三大平台底座（标识解析二级节点/工业大数据中心/区域运营平台）。通过五大技术引擎，精智 3.0 不仅能助力制造业客户构建云、边、端协同物联网平台、有效降低数据应用成本、提升工业数据处理性能，还能依托 AIOT 技术实现包括表面检测、废钢判级、安全行为识别、板材裁切、哑设备数据采集、机器故障预判，智能配料在内的 300 余种场景算法，助力企业业务流更加精细化管理的同时，也将有力推动少人化、无人化智慧工厂建设，提升生产效率并降低人力成本。

图 69：用友精智工业大脑



资料来源：公司官网、德邦研究所

用友精智已积累了大量企业、生态资源，规模效应的持续积累将助力夯实竞争壁垒。截止 22Q1，用友精智入驻企业数量已接近 230 万家（大型企业接近



## 7. 收入、盈利预测与估值

### 7.1. 预计 2022-2024 年收入分别为 106.06/135.08/174.73 亿元

**传统软件业务：2022-2024 年增速预计为-16%/-14%/-13%，毛利率预计为 80%/80%/80%。**公司当前处于推动客户云化转型的关键时期。大型企业端，随着客户对混合云及公有云的接纳度提高，YonBIP 产品力的持续改善，加之公司针对大型客户在高端销售、咨询顾问等方面的投入力度加大，大型企业软件收入衰退速度预计加快；中型企业端，随着 U9 Cloud 的铺开及 YonSuite 的持续发力，软件收入衰退速度预计也将加快；小微企业端，21 年 10 月畅捷通传统软件停售，小微企业客户全面上云，小微企业传统软件收入将持续削减。综上，预计 2022-2024 年传统软件业务收入将达到 27.81/24.00/20.78 亿元，同比增长-16%/-14%/-13%，毛利率预计为 80%/80%/80%。

图 71：用友传统软件业务收入分拆（单位：百万元）

类别	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
传统软件业务	4044	3320	2781	2400	2078
yoy	-22.2%	-17.9%	-16.2%	-13.7%	-13.5%
毛利润	3005	3003	2225	1920	1662
毛利率	74.3%	90.4%	80.0%	80.0%	80.0%
大型企业	2447	2135	1868	1644	1447
yoy		-12.7%	-12.5%	-12.0%	-12.0%
中型企业	645	514	411	329	263
yoy		-20.4%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
小微企业	274	86	4	0	0
yoy		-68.4%	-95.0%	-100.0%	0.0%
政府与其它公共组织	681	585	497	427	367
yoy		-14.2%	-15.0%	-14.0%	-14.0%

资料来源：公司年报、德邦研究所（注：传统软件业务毛利率为估计值，仅供参考）

**云服务业务（不含金融云）：2022-2024 年增速有望达 47%/42%/39%，毛利率预计为 53%/55%/57%。**与传统软件战略性衰退的走势相反，21 年公司云服务业务收入占比已取得拐点位突破（21H1 云收入占“云+软件”收入的比重突破 50%），我们预计在“云优先”战略方针的驱动下，公司云服务业务收入在高基数下也仍将保持高增长，且随着交付实施经验的丰富、产品标准化程度提升，毛利率将改善。预计 2022-2024 年云服务业务收入将达到 77.96/111.08/153.96 亿元，同比增长 47%/42%/39%，毛利率预计为 53%/55%/57%。

图 72：用友云服务业务收入分拆（单位：百万元）

类别	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
云服务业务（不含金融云）	3422	5321	7796	11108	15396
yoy	73.7%	55.5%	46.5%	42.5%	38.6%
毛利润	1820	2357	4132	6109	8776
毛利率	53.2%	44.3%	53.0%	55.0%	57.0%
大型企业	2568	3735	5415	7581	10235
yoy	68.3%	45.4%	45.0%	40.0%	35.0%
中型企业	157	393	669	1103	1765
yoy	61.3%	150.3%	70.0%	65.0%	60.0%
小微企业	241	509	789	1224	1896
yoy	65.2%	111.2%	55.0%	55.0%	55.0%
政府与其它公共组织	456	684	923	1200	1500
yoy	127.2%	50.0%	35.0%	30.0%	25.0%

资料来源：公司年报、德邦研究所（注：云服务业务毛利率为估计值，仅供参考）

**其他业务（金融服务为主）：2022-2024 年增速预计为-90%/-100%/0%，毛利率预计为 35%/35%/35%。**21 年公司已完成对金融支付及互联网投融资业务这两类金融服务业务的剥离，聚焦 ERP/BIP 两大核心主业，以金融服务为主的其他业务收入体量将大幅削减。预计 2022-2024 年其他业务（金融服务为主）收入预计为 0.29/0/0 亿元，同比增长-90%/-100%/0%，毛利率预计为 35%/35%/35%。

**图 73：用友其他业务收入分析（单位：百万元）**

类别	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他业务（金融服务为主）	1058	291	29	0	0
yoy	-21.3%	-72.5%	-90.0%	-100.0%	0.0%
毛利润	379	102	10	0	0
毛利率	35.9%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司年报、德邦研究所（注：其他业务毛利率为估计值，仅供参考）

综上，预计公司整体 2022-2024 年收入分别为 106.06/135.08/174.73 亿元，收入增速分别为 18.74%/27.36%/29.35%，毛利率分别为 60.0%/59.4%/59.7%。

**表 6：公司整体收入分析（单位：百万元）**

类别	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
业务收入	8525	8932	10606	13508	17473
YOY	0.2%	4.8%	18.7%	27.4%	29.4%
毛利润	5204	5471	6367	8030	10438
毛利率	61.0%	61.1%	60.0%	59.4%	59.7%
传统软件业务	4044	3320	2781	2400	2078
yoy	-22.2%	-17.9%	-16.2%	-13.7%	-13.5%
毛利润	3005	3003	2225	1920	1662
毛利率	74.3%	90.4%	80.0%	80.0%	80.0%
云服务业务 (不含金融云)	3422	5321	7796	11108	15396
yoy	73.7%	55.5%	46.5%	42.5%	38.6%
毛利润	1820	2357	4132	6109	8776
毛利率	53.2%	44.3%	53.0%	55.0%	57.0%
其他业务 (金融服务为主)	1058	291	29	0	0
yoy	-21.3%	-72.5%	-90.0%	-100.0%	0.0%
毛利润	379	102	10	0	0
毛利率	35.9%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司年报、德邦研究所

**费用率及净利润预测：预计 2022-2024 年公司整体费用率水平随云进程深化将有所改善；预计 2022-2024 年归母净利润增速分别为 18.2%/52.2%/43.9%。**

- 1) 管理费用率：预计 2022-2024 年公司管理费用率为 11.6%/11.3%/11.3%。
- 2) 研发费用率：预计 2022-2024 年公司研发费用率为 18.5%/17.5%/17.3%。
- 3) 销售费用率：预计 2022-2024 年公司销售费用率为 21.5%/21.0%/20.5%。
- 4) 财务费用率：预计 2022-2024 年公司财务费用率分别为 0.8%/0.4%/0.2%。

5) 归母净利润：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.37/12.73/18.32 亿，同比 18.2%/52.2%/43.9%。

**表 7: 用友费用率及归母净利润预期 (单位: 百万元)**

类别	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
管理费用	959	1072	1230	1526	1974
占主营业务收入	11.3%	12.0%	11.6%	11.3%	11.3%
研发费用	1459	1704	1962	2364	3023
占主营业务收入	17.1%	19.1%	18.5%	17.5%	17.3%
销售费用	1537	2027	2280	2837	3582
占主营业务收入	18.0%	22.7%	21.5%	21.0%	20.5%
财务费用	110	79	81	53	27
占主营业务收入	1.3%	0.9%	0.8%	0.4%	0.2%
归母净利润	989	708	837	1273	1832
yoy	-16.4%	-28.4%	18.2%	52.2%	43.9%
净利率	11.6%	7.9%	7.9%	9.4%	10.5%

资料来源: Wind、德邦研究所

## 7.2. 盈利预测与投资建议

采用分部估值法, 给予公司传统软件业务 2022 年 20x 目标 P/E, 云服务业务 2022 年 12-14x 目标 PS, 目标价 31.29-35.83 元:

1) 传统软件业务: 预计 2022 年公司传统软件业务收入约为 27.81 亿元, 预期毛利率/净利率分别为 80%/25%。以同花顺、恒生电子、中望软件等业务 license 属性比较强的领域龙头作为可比公司, 2022 年可比公司平均 PE 为 40x, 考虑到“云优先”战略下, 传统软件业务短期仍将衰退 (衰退幅度预计逐步收窄), 给予公司传统软件业务 2022 年 20x 目标 PE, 对应市值为 139 亿元。

2) 云服务业务: 预计 2022 年公司云服务业务收入约为 77.96 亿元。以广联达、金山办公、金蝶国际等云化属性较强的领域龙头公司作为可比公司, 2022 年可比公司平均 PS 约为 13x, 给予公司云服务业务 2022 年 12-14x 目标 PS, 对应市值为 936-1091 亿元。

**图 74: 可比公司估值表**

2022/7/15		收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			P/S			P/E			22年PEG	
公司代码	云化属性较强的可比公司	市值 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002410.SZ	广联达	565	56.2	72.2	92.1	6.6	10.7	14.8	10	8	6	85	53	38	1.84
688111.SH	金山办公	806	32.8	41.3	55.1	10.4	13.1	17.7	25	20	15	77	61	45	2.38
0268.HK	金蝶国际	600	42.5	52.1	65.2	-3.0	-2.9	-1.3	14	12	9	-199	-209	-451	(9.28)
	均值								16	13	10	-12	-32	-123	-1.69
	license属性较强的可比公司														
300033.SZ	同花顺	464	35.1	41.1	50.3	19.1	21.8	26.9	13	11	9	24	21	17	1.25
600570.SH	恒生电子	566	55.0	68.7	88.1	14.6	15.6	19.8	10	8	6	39	36	29	1.45
688083.SH	中望软件	158	6.2	8.8	12.6	1.8	2.6	3.7	26	18	13	87	61	43	1.46
	均值								16	13	9	50	40	30	1.39
600588.SH	用友网络	660	89.3	106.1	135.1	7.1	8.4	12.7	7	6	5	93	79	52	4.21

资料来源: Wind、德邦研究所 (注: 收盘价日期为 7 月 15 日; 广联达、金山办公、恒生电子、中望软件预测数据取德邦研究所预期; 其余取 wind 一致预期)

综上, 给予公司 2022 年 1075-1230 亿目标市值, 对应目标价 31.29-35.83 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图 75: 用友网络分布估值表**

类别	22年营收预期 (百万)	预期毛利率	预期净利率	贡献净利润 (百万)	22年目标PE	软件业务估值 (亿元)
传统软件业务	2781	80.00%	25.00%	695	20	139
类别	22年营收预期 (百万)	22年目标PS (1)	2022目标市值1 (亿元)	22年目标PS (2)	2022目标市值2 (亿元)	云服务业务估值 (亿元)
云服务业务	7796	12	935.52	14	1091.44	935.52-1091.44
类别	2022年目标市值 (亿元)			2022年目标价 (元/股)		
公司整体	1074.56-1230.48			31.29-35.83		

资料来源: 德邦研究所测算

## 8. 风险提示

**1) 大型企业客户 IT 预算不及预期:** 若大型客户占公司营收比重较大, 若大型客户 IT 预算投入不及预期, 可能导致公司收入和盈利增速不及预期。

**2) 云业务拓展进程不及预期:** 若公司云业务新客户开拓或老客户留存情况不及预期, 可能导致公司整体收入和盈利水平不及预期。

**3) 行业竞争加剧:** 若行业整体竞争加剧, 可能导致公司整体收入和盈利水平不及预期。

**4) 信创及企业上云政策不及预期:** 若信创产业政策及企业上云政策的推动力度不及预期, 可能导致公司整体收入和盈利水平不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.24	0.37	0.53
每股净资产	2.03	2.23	2.48	2.83
每股经营现金流	0.38	0.72	0.84	1.16
每股股利	0.10	0.12	0.18	0.26
价值评估(倍)				
P/E	93.25	78.89	51.83	36.02
P/B	9.45	8.63	7.75	6.79
P/S	7.39	6.22	4.89	3.78
EV/EBITDA	36.41	49.05	36.10	26.96
股息率%	0.5%	0.6%	0.9%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	61.2%	60.0%	59.4%	59.7%
净利润率	7.9%	7.9%	9.4%	10.5%
净资产收益率	10.1%	10.9%	15.0%	18.8%
资产回报率	4.1%	4.6%	6.3%	7.8%
投资回报率	5.2%	8.1%	10.8%	13.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	4.8%	18.7%	27.4%	29.4%
EBIT 增长率	-40.4%	30.6%	42.1%	40.3%
净利润增长率	-28.4%	18.2%	52.2%	43.9%
偿债能力指标				
资产负债率	54.3%	54.8%	56.6%	58.4%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
现金比率	0.6	0.6	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.3	49.9	48.9	50.4
存货周转天数	42.9	30.8	40.1	37.9
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	3.6	5.1	9.4	16.4

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	708	837	1,273	1,832
少数股东损益	-25	-30	-46	-66
非现金支出	828	688	830	945
非经营收益	-281	-207	-264	-321
营运资金变动	-2	1,175	1,087	1,604
经营活动现金流	1,304	2,463	2,881	3,994
资产	-1,030	-742	-946	-1,223
投资	209	0	0	0
其他	-410	288	317	349
投资活动现金流	-1,230	-454	-629	-874
债权募资	702	-390	0	0
股权募资	279	163	0	0
其他	-1,569	-425	-459	-645
融资活动现金流	-588	-652	-459	-645
现金净流量	-516	1,356	1,793	2,475

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 15 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,932	10,606	13,508	17,473
营业成本	3,461	4,239	5,479	7,036
毛利率%	61.2%	60.0%	59.4%	59.7%
营业税金及附加	106	126	161	208
营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	2,027	2,280	2,837	3,582
营业费用率%	22.7%	21.5%	21.0%	20.5%
管理费用	1,072	1,230	1,526	1,974
管理费用率%	12.0%	11.6%	11.3%	11.3%
研发费用	1,704	1,962	2,364	3,023
研发费用率%	19.1%	18.5%	17.5%	17.3%
EBIT	849	1,109	1,577	2,213
财务费用	79	81	53	27
财务费用率%	0.9%	0.8%	0.4%	0.2%
资产减值损失	174	207	263	341
投资收益	360	288	317	349
营业利润	779	920	1,397	2,009
营业外收支	-5	-5	-5	-5
利润总额	774	915	1,392	2,004
EBITDA	1,323	1,797	2,407	3,158
所得税	92	108	165	237
有效所得税率%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
少数股东损益	25	30	46	66
归属母公司所有者净利润	708	837	1,273	1,832

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,616	5,972	7,766	10,240
应收账款及应收票据	1,440	1,642	2,054	2,726
存货	407	357	601	731
其它流动资产	621	621	621	621
流动资产合计	7,682	9,232	11,785	15,205
长期股权投资	2,553	2,553	2,553	2,553
固定资产	2,473	1,701	1,174	951
在建工程	56	47	42	40
无形资产	1,862	2,698	3,346	3,849
非流动资产合计	9,647	9,702	9,818	10,096
资产总计	17,329	18,933	21,602	25,301
短期借款	2,733	2,733	2,733	2,733
应付票据及应付账款	654	787	986	1,301
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	162	162	162	162
流动负债合计	8,325	9,693	11,540	14,090
长期借款	390	0	0	0
其它长期负债	688	688	688	688
非流动负债合计	1,078	688	688	688
负债总计	9,403	10,381	12,228	14,778
实收资本	3,271	3,434	3,434	3,434
普通股股东权益	6,987	7,644	8,511	9,726
少数股东权益	939	909	863	797
负债和所有者权益合计	17,329	18,933	21,602	25,301

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

陈嵩：德邦证券计算机行业研究助理，北京大学计算机技术硕士，曾就职于东北证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。