



# 用友网络 (600588.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 信创 ERP 龙头，AI 与出海打造第二成长曲线

### 投资逻辑

用友网络是全球领先的企业数智化软件与服务提供商，深耕企服领域 36 年，实现了从财务软件到 ERP、再到 BIP 的产品升级切换，累计服务大中型企业 4 万余家、小微企业超 66 万家，市场份额连续多年稳居行业第一。

目前公司处于新一代产品打磨成熟、业务组织变革全面启动的关键时间点，有望开启下一个增长周期。产品方面，24 年初公司发布面向大型企业的 BIP 3 R5 版本，产品性能及交付能力进一步提升；组织方面，公司 23 年起将大型企业客户业务由地区为主的模式升级为以行业为主的模式，以更好契合客户需求。公司云服务业务营收已呈现回暖态势，2024 年一季度云业务实现营收 12.6 亿元，同比增长 32.5%。其中，大型企业云服务业务实现收入 7.9 亿元，同比高增 38.9%。随着产品打磨成熟，公司在人员端投入将趋于保守，成本费用预计将得到较好控制，叠加收入端回暖，利润端有望实现较高弹性。

以国央企为代表的大型客户希望在进行信创改造的同时推进数智化转型，为公司的中长期增长提供有力支撑。根据智研咨询和前瞻产业研究院预测，我国 ERP 市场规模 2022-2027 年 CAGR 为 10.8%。同时伴随系统上云+AI 赋能，市场空间将进一步打开。公司在产品技术成熟度、AI 大模型赋能、信创生态建设等方面均处于行业领先水平，服务大型客户经验丰富，有望在此轮国产化+数智化浪潮中替代海外厂商，获得更高市场份额。

公司还在积极探索海外市场，在产品、交付、合规等方面都有充分布局，海外 ERP 客户数量和营收规模位居国内同业厂商第一。2023 年公司来自境外业务收入为 2.04 亿元，同比增长 33.2%，2017-2023 年境外业务营收 CAGR 达 19.9%，高于同期国内 7.3% 的营收增速。2023 年公司启动全球化 2.0 战略，计划 3 年内覆盖 100+ 个国家，有望打造收入增长第二曲线。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 110.98/126.44/144.87 亿元，同比增长 13.3%/13.9%/14.6%；实现归母净利润 0.54/4.11/7.20 亿元。我们采用市销率法对公司进行估值，给予公司 2024 年 4.4 倍 PS 估值，目标价 14.28 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险；市场竞争加剧风险；政策推进不及预期。

### 计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

分析师：陈奕骄 (执业 S1130523020001)

chenyijiao@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.28 元

目标价 (人民币)：14.28 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,262	9,796	11,098	12,644	14,487
营业收入增长率	3.69%	5.77%	13.29%	13.93%	14.58%
归母净利润(百万元)	219	-967	54	411	720
归母净利润增长率	-69.03%	-541.28%	N/A	656.10%	75.13%
摊薄每股收益(元)	0.064	-0.283	0.016	0.120	0.211
每股经营性现金流净额	0.15	-0.03	0.00	0.48	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.91%	-9.53%	0.53%	3.87%	6.35%
P/S	3.44	3.24	2.86	2.51	2.19
P/B	7.24	5.99	3.11	2.99	2.80

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 深耕企业服务，发力组织变革.....	4
1.1 深耕企业服务领域 36 年，市场份额稳居第一.....	4
1.2 产品成熟+组织变革，有望开启下一个增长周期.....	7
1.3 收入端已现回暖趋势，利润端有望实现较高弹性.....	8
2. 国产化与数智化共振，带来中长期发展机遇.....	10
2.1 成熟产品+信创生态，能够满足用户价值化国产替代需求.....	10
2.2 数智化转型市场空间广阔，市占率有望进一步提升.....	13
3. 赋能中资企业出海，打造全球化增长曲线.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	17
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1： 公司早期凭借先发优势和对行业变化的敏感性，实现收入快速提升.....	4
图表 2： 目前公司处于 3.0-II 全面云转型战略阶段.....	5
图表 3： 云端部署 ERP 投入成本及运维难度较低、升级速度更快.....	6
图表 4： 用友 3.0 时代，公司产品由 ERP 向 BIP 转型.....	6
图表 5： 公司在多个细分领域市场份额保持第一.....	7
图表 6： 产品打磨成熟+组织渠道配套调整或对应营收高增阶段.....	7
图表 7： 针对不同体量客户需求，公司采用差异化组织模式.....	8
图表 8： 云服务业务收入增速有所回升.....	8
图表 9： 公司大型客户云业务收入增速回暖.....	8
图表 10： 公司云业务订单呈现回暖趋势.....	9
图表 11： 公司积极控制人员规模.....	9
图表 12： 2021-2022 年的人员增长导致毛利率下降.....	9
图表 13： 2021-2022 年的人员增长导致费用抬升.....	10
图表 14： 23 年及 24 年一季度公司归母净利润有所承压.....	10
图表 15： 政策引导信创加速落地.....	10
图表 16： 对于 ERP 等生产运营系统需进行价值化国产替代.....	11
图表 17： 用友 BIP 总体服务架构.....	11
图表 18： YonGPT 提供全栈 AI 能力.....	12
图表 19： YonGPT+BIP 构建全场景智能服务.....	12
图表 20： 公司拥有完善的信创生态体系.....	12



图表 21: 用友 BIP 已服务多家国央企及行业头部公司.....	13
图表 22: 2022-2027 年我国 ERP 软件市场 CAGR 预计为 10.8%.....	14
图表 23: 2022-2027 年我国企业管理应用市场 CAGR 预计为 18.4%.....	14
图表 24: SAP、Oracle 等海外厂商在高端企业服务系统领域市场份额较高.....	14
图表 25: 2023 年 SAP 在中国市场实现营收 13.1 亿欧元.....	14
图表 26: 公司来自大型客户的收入体量有明显优势 (亿元).....	15
图表 27: 23 年中国企业对外投资显著增长.....	15
图表 28: A 股上市公司来自海外收入持续增长.....	15
图表 29: 至 2023 年高附加值行业已经成为出海主力.....	16
图表 30: 2017-2023 年公司海外业务营收 CAGR 为 19.9%.....	17
图表 31: 盈利预测核心假设.....	18
图表 32: 可比公司估值比较 (市销法).....	18



## 1. 深耕企业服务，发力组织变革

用友网络是全球领先的企业数智化软件与服务提供商，于2001年在A股上市。目前公司处于3.0-II战略发展阶段，目标是服务千万客户、拓展十万生态伙伴、覆盖亿级社员。

### 1.1 深耕企业服务领域36年，市场份额稳居第一

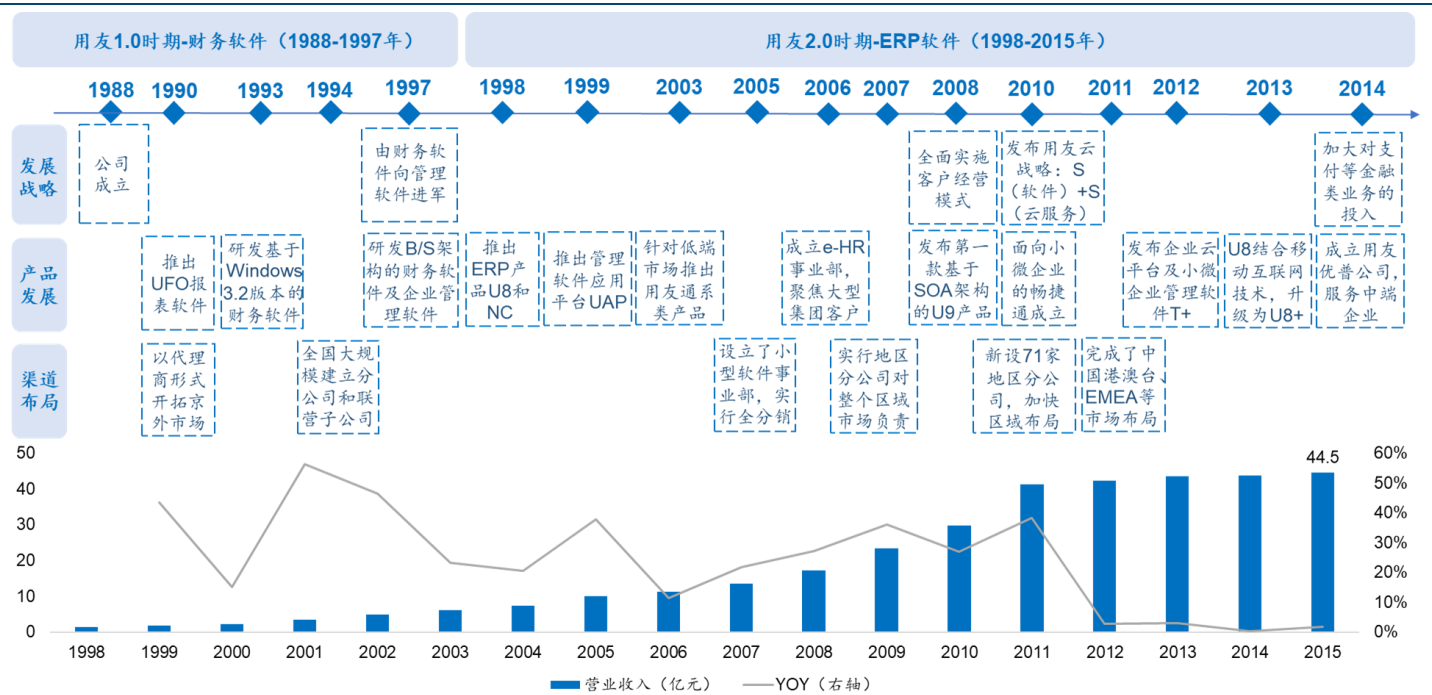
公司自1988年成立以来，经历了三个关键的发展阶段：1) 在产品维度，实现了从财务软件到ERP（企业管理软件），再到BIP（用友商业创新平台）的跨越；2) 在组织架构维度，由代理商模式，到以地区为主的模式，再到面向大型企业以行业为主的模式。凭借先发优势和对企业服务市场的深刻理解，公司目前拥有涵盖大中小型客户的丰富产品矩阵，服务大中型企业4万余家、小微企业超66万家，市场份额连续多年稳居行业第一。

#### ■ 用友1.0时期（1988-1997年）：立足财务软件先发优势，积极拓展业务网络

20世纪80年代末期，在国内财务电算化进程加速发展的背景下，公司于1988年在北京成立，推出了基于DOS平台的会计核算软件，迅速响应了当时企业对财务自动化的需求；1990年，公司推出了被誉为“中国第一表”的UFO报表软件；公司于1997年正式发布用友Windows 95版产品。公司拥有先发优势，并能随技术变化及时调整研发方向，实现市场份额迅速提升，1997年公司营收已突破1亿元。

市场推广方面，公司于1990年开始以代理商的形式开拓北京以外的市场并组建外地业务部；1994年启动了在全国大规模建立分公司和联营子公司的工作；1997年公司对代理渠道进行整合，采用分公司取代渠道代理商，为后续的ERP软件的全面推广奠定基础。

图表1：公司早期凭借先发优势和对行业变化的敏感性，实现收入快速提升



来源：iFind，公司年报，公司公众号，中科百图公众号，致友科技服务公众号，ERPLABS 公众号，用友软件南阳信阳公众号，商界公众号，清华管理评论公众号，易商智能平台公众号，北大管理案例研究中心公众号，国金证券研究所

#### ■ 用友2.0时期（1998-2015年）：乘势ERP市场兴起，产品和渠道持续扩展

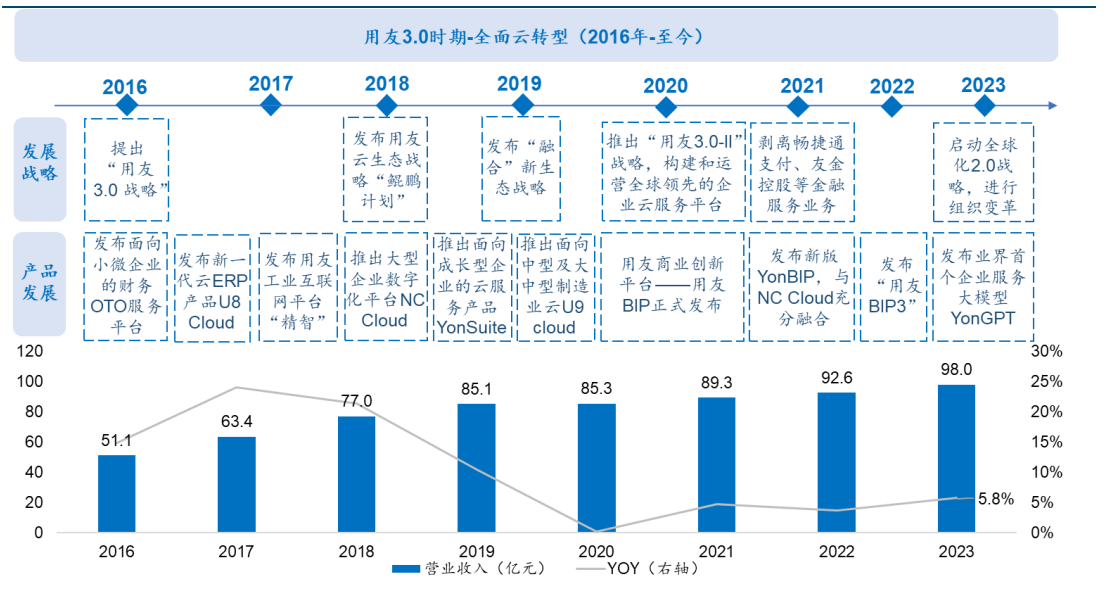
ERP是在供应链范围内，利用信息技术将企业财务、制造、销售、物流等各方面的管理工作组合成一套动态系统，为决策层及员工提供决策运行手段，改善企业业务流程以提高核心竞争力。1995年国际ERP龙头企业SAP在中国设立办事处，国内ERP市场开始兴起；1997年，中国软件行业协会的“向ERP进军”发布会标志着中国会计核算软件向管理软件转型。1998年，公司推出了企业管理软件ERP用友U8；至2002年，公司凭借本土化优势，在中国ERP市场的占有率位居第一，成功超越了国际厂商。



此阶段公司形成面向不同客户群体的丰富产品矩阵：包括面向大型企业的管理软件 NC、面向中型企业的 ERP 产品 U8、面向小微企业的 T+系列产品。公司还积极融合互联网及云计算等技术，于 1999 年推出 UAP 管理软件应用平台，可支持可视化和集成化的开发模式；2008 年公司推出全球第一款 SOA 架构的管理软件 U9，通过业务模式组件化的方式使企业管理软件开发更加灵活快速；2014 年公司在 UAP 的基础上推出企业互联网开放平台 iUAP 系列，后经多次迭代更新，iUAP 形成了“三平台+三中台”的核心架构，包括技术平台、低代码平台、连接集成平台以及业务中台、数据中台、智能中台，为公司数智化产品提供底座支撑能力。

在渠道布局方面，2007 年公司进行了组织结构优化调整，建立了“事业部/事业本部”模式的产品业务线；并改革区域业务组织，采取分公司平台化模式，地区分公司对整个区域市场负责。2008 年公司全面实施客户经营模式，从管理软件产品提供商转变为为客户的经营与管理信息化应用服务提供商，实现客户满意度提升。此外，公司还设置海外客户事业本部，在中国香港、中国澳门、中国台湾、新加坡、马来西亚、泰国、法国、加拿大、日本等地区和国家设立了营销服务机构，以拓展海外中高端业务。

图表2：目前公司处于 3.0-II 全面云转型战略阶段



来源：iFind，公司年报，公司公众号，国金证券研究所

▪ 用友 3.0 时期（2016 年至今）：打造新一代云服务平台 BIP，推动 ISV 生态建设

ERP 传统部署方式具有投入成本高、上线周期长、业务不灵活、基础设施运维耗时耗力等问题。而在云端进行 ERP 部署，能够有效降低企业 IT 成本、提高系统的灵活性和可拓展性，有助于企业内部各个部门和团队共享数据、实现信息的即时更新和实时协同，从而提高工作效率。对于 ERP 厂商而言，通过推动云化、平台化，ERP 系统能够从后台管理向前台业务延伸，与 HR\SCM\CRM\BI 等系统融合协同，实现用户数量和价值量的双重提升。



图表3: 云端部署 ERP 投入成本及运维难度较低、升级速度更快

	传统本地部署 (On-Premise ERP)	云部署 (Cloud ERP)
建设阶段	<ul style="list-style-type: none"> <li>建设机房</li> <li>购买硬件、软件</li> <li>系统安装, 调试</li> <li>实施以合作伙伴为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>机房、硬件、软件都包含在云服务中, 按需扩展</li> <li>购买后自动开通系统</li> <li>云端的客户成功保障措施</li> </ul>
运维阶段	<ul style="list-style-type: none"> <li>机房维护、硬件维护</li> <li>数据备份和灾备管理</li> <li>定期查询更新知识库</li> <li>测试和安装建议的更新</li> <li>服务水平管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>机房、硬件运维和软件运维都包含在云服务中</li> <li>云端专家定期自动进行系统更新, 无需客户参与</li> <li>云端支持团队确保系统服务水平</li> </ul>
升级阶段	<ul style="list-style-type: none"> <li>版本更新慢, 通常1-2年</li> <li>管理非标客户化的兼容性</li> <li>测试验证计划中的升级</li> <li>正式系统升级服务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每年2-3个新版本</li> <li>应用架构确保升级的可行</li> <li>客户制定升级时间点, 云端专家负责系统升级</li> </ul>

来源: 鼎捷软件公众号, 国金证券研究所

公司在 2016 年提出用友 3.0 战略, 开始向全面云服务转型。2017 至 2019 年, 公司对云平台、领域云、行业云进行了全面的梳理和整合, 推出了一系列云服务产品: 面向大型企业推出数字化平台 NC Cloud, 面向中型及大中型企业推出企业云 U8 cloud、U9 cloud 及 YonSuite, 面向小微企业推出 T+cloud 等产品。

2020 年公司正式发布了自主可控的用友商业创新平台 YonBIP, 标志着用友 3.0 战略进入第二阶段, 即云服务从产品服务模式升级为平台服务模式。YonBIP 面向企业与公共组织提供财务、人力、协同、营销、采购、供应链、制造、金融、平台服务等多领域、跨行业的企业云服务。2023 年 8 月, 公司发布用友 BIP 3 最新版本, 覆盖 10 大企业应用领域, 沉淀了近 100 个细分行业的领先企业业务与管理实践。此外, BIP 3 融合业界首个企业服务大模型 YonGPT, 支持企业智能化的业务运营、自然化的人机交互、智慧化的知识生成、语义化的应用生成。23 年全年 YonBIP 实现签约金额 36.1 亿元, 核心产品续费率达 92.9%。

图表4: 用友 3.0 时代, 公司产品由 ERP 向 BIP 转型

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	YouBIP 用友商业创新平台	云原生	私有云 公有云	许可模式 订阅模式	NCCloud	云原生	公有云 私有云	订阅模式 (公有云) 许可模式 (私有云)
中型企业	YonSuite 成长型企业云服务	云原生	公有云	订阅模式				
小型企业	好会计、好生意、 易代账	云原生	公有云	订阅模式	T+Cloud	SOA架构	公有云 私有云	订阅模式

来源: iFind, 公司年报, 国金证券研究所

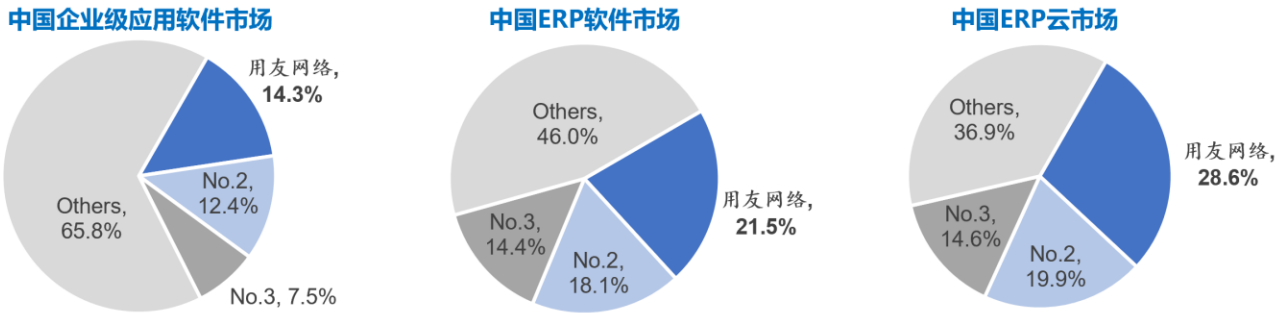
在渠道布局方面, 公司更加注重云生态建设。公司于 2018 年发布“鲲鹏计划”, 旨在聚合更多的行业、渠道、开发生态伙伴。公司具备成熟的平台技术与覆盖全国的销售网络, 而 ISV 伙伴在千行百业里面面向最终客户, 拥有细分领域的解决方案能力, 双方合作能够实现优势互补并触达更广阔的市场空间。目前, 公司的开发者中心提供低代码开发平台 YonBuilder、连接集成平台 YonLinker、生态定制平台 YonMaker 等产品, 截至 2024 年一季度, 已合作 4,000 多家增值经销伙伴、3,567 家 ISV 伙伴、708 家专业服务伙伴、115 万注册开发者, 1 万家云市场应用与服务伙伴, 并与 4,818 所院校合作数智化教学教育。公司计划 2024-2026 年建设规模化、全球化生态, 2027-2030 年建成包含 10 万伙伴的卓越生态。

凭借丰富成熟的产品矩阵以及规模化渠道布局, 公司在企业服务领域的多个细分市场保持第一。据 IDC、赛迪数据显示, 公司持续领跑中国企业云服务市场, 2023 年在中国 aPaaS 市场、中国 SaaS 市场、中国企业应用 SaaS 市场、中国超大型及大型企业应用



SaaS 市场、中国 ERP 云市场、中国财务云市场、中国人力 (HRM) 云市场占有率均为第一。

图表5: 公司在多个细分领域市场份额保持第一

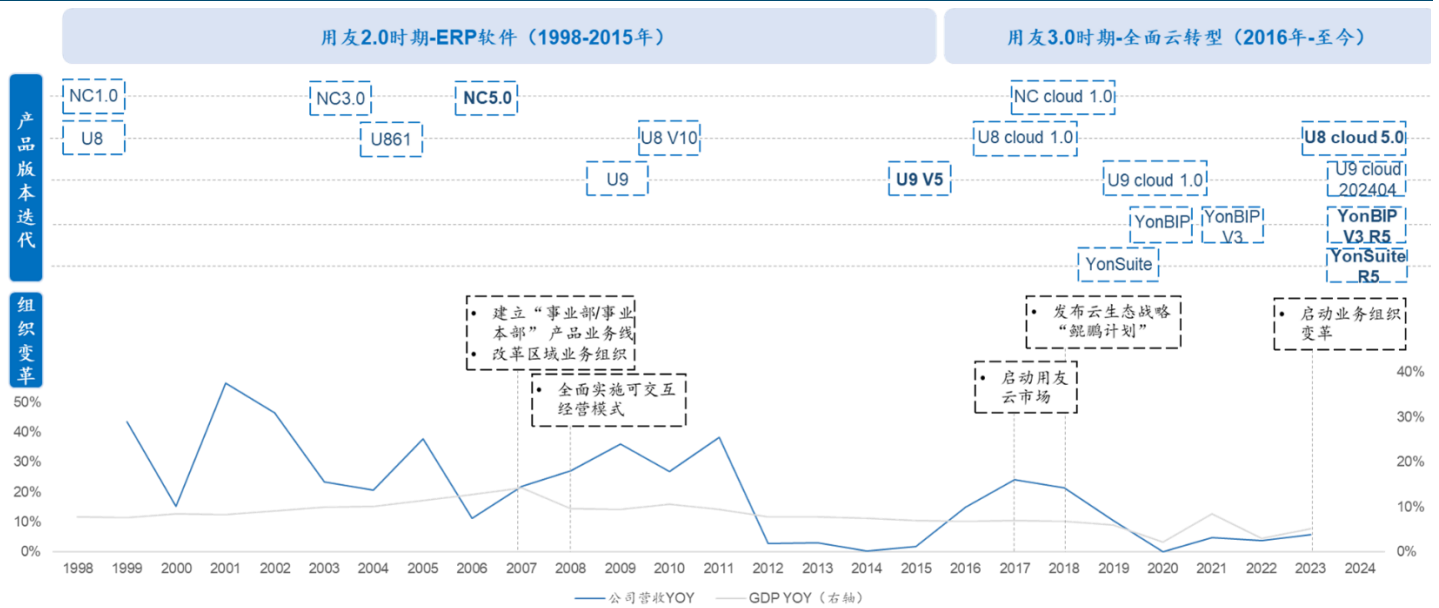


来源: 公司公众号, 赛迪顾问, 国金证券研究所

### 1.2 产品成熟+组织变革, 有望开启下一个增长周期

回溯公司发展历程, 我们可以发现, 公司在 ERP 产品矩阵基本形成后, 共经历 2006-2011、2015-2019 两轮高增速时期, 其共同特点在于产品打磨趋于成熟、组织渠道进行相应调整。从产品维度来看, 公司软件及云服务产品在首次推出后会进行多次迭代, 一般而言, 3.0 版本产品已完成市场验证, 5.0 版本的产品功能完全成熟, 能够为营收增长提供有力支撑。比如: 2006 年公司推出面向大型企业的 NC 5.0 版本; 2015 年公司推出 U9 5.0 版本, 2017-2018 年在原有 NC\U8 成熟产品的基础上推出 cloud 版本, 都推动公司营收快速增长。此外, 产品的代际更新也需要组织、渠道进行配合调整。

图表6: 产品打磨成熟+组织渠道配套调整或对应营收高增阶段



来源: iFind, 公司年报, 公司公众号, 国金证券研究所

目前公司正处于新一代 BIP 产品打磨完成、业务组织变革全面启动的关键时间节点, 或将开启下一个增长周期。

- **产品成熟:** 2024 年初公司发布 BIP 3 R5 版本, 在底座平台能力和领域应用服务上进一步增强, 优化更新了配置迁移、重置清理、数据对象迁移、环境迁移等工具, 有效增强产品交付能力。用友 BIP 自发布以来, 已累计签约一级央企 38 家。此外, 面向中型企业的 U8 cloud\YonSuite 等产品也已于 24 年推出 5.0 版本, 公司核心产品均已处于成熟阶段。
- **组织变革:** 对于组织规模巨大、业务场景复杂的头部大企业而言, 无论是前端业务系统, 还是偏中后台的职能管理系统, 进行数智化转型所需要的能力更加专业化, 并且具有非常强的行业属性。公司在帮助大企业数智化转型的过程中, 积累丰富的行业



和产品经验，在面对中小客户时可借助区域营销网络触达更多市场。

2023 年公司启动了业务组织模式的升级，将大型企业客户业务由地区为主的组织模式升级为行业为主的组织模式。具体而言，公司组建国资监管与投资、离散制造、消费品、流程制造、装备制造、钢铁冶金、工业化工与造纸、医药、建筑、交通与物流等多个行业客户与解决方案事业部，提供财务、供应链、人力资源、项目、资产等行业深化应用系统与服务，帮助企业实现业务协同、业财业管融合的运营与管理创新。中型企业客户业务继续按照区域但全国统一、垂直组织开展。

图表7: 针对不同体量客户需求, 公司采用差异化组织模式



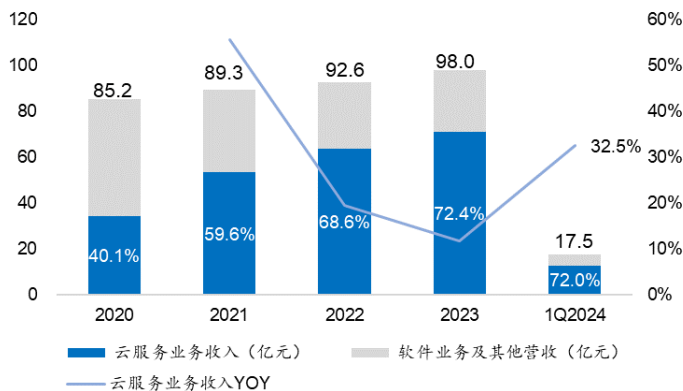
来源: 公司公众号, 国金证券研究所

### 1.3 收入端已现回暖趋势, 利润端有望实现较高弹性

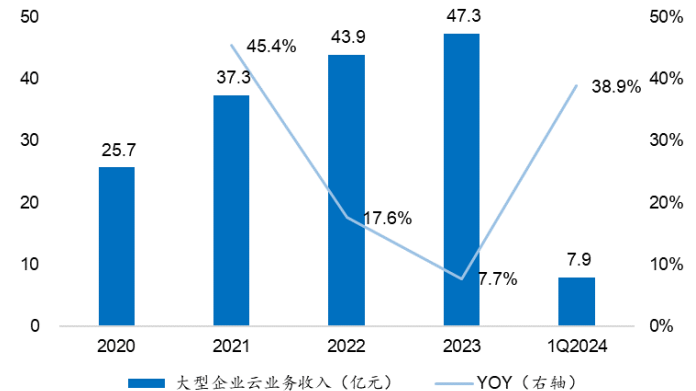
公司云服务业务营收及合同签约金额已经呈现回暖态势, 组织变革及产品成熟驱动增长的逻辑正在逐步验证。

- 收入方面, 公司自 2021 年起主动收缩软件业务, 加快推进云服务转型战略, 云服务业务占营收比重呈现提升趋势。2023 年云服务业务实现营收 70.9 亿元, 同比增长 11.6%, 占总营收的 72.4%, 较上年提升 3.8pct。分客户结构来看, 2023 年大型企业贡献公司云服务收入的 66.7%, 其业务变化对公司整体营收影响较大。组织变革带来的收入影响逐步显现, 23 年下半年来自大型企业客户的收入同比增长 12.4%, 不含子公司经营的大型企业客户业务的合同签约金额下半年同比增长超 30%。2024 年一季度云业务实现营收 12.6 亿元, 同比增长 32.5%。其中, 大型企业云服务业务实现收入 7.9 亿元, 同比高增 38.9%。

图表8: 云服务业务收入增速有所回升



图表9: 公司大型客户云业务收入增速回暖



来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

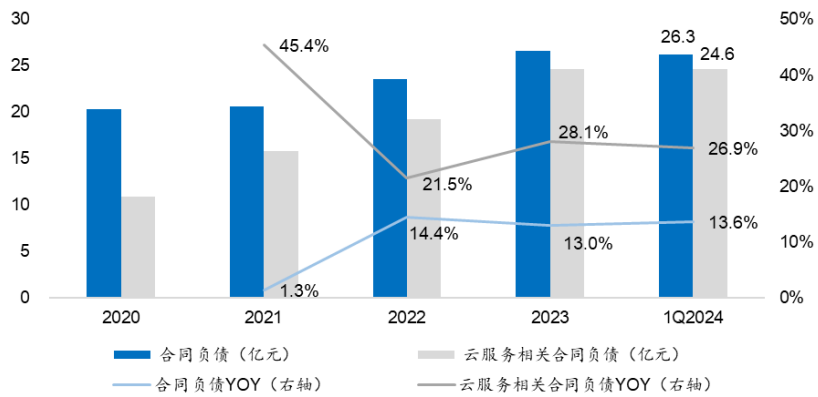
来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

- 公司在手订单充足, 可支撑持续增长。2023 年公司云服务业务合同签约金额同比增长 17.6%, 千万级以上项目签约金额同比增长 71.1%。其中, 云业务相关合同负债为 24.6 亿元, 较 2022 年年末增长 28.0%, 订阅相关合同负债为 18.3 亿元, 较 2022 年年末增长 38.8%; 2024 年一季度, 云业务相关合同负债为 24.6 亿元, 较去年第一季度末增长 26.9%, 订阅相关合同负债为 18.2 亿元, 较去年第一季度末增长 32.4%, 占总合同负债比例达 65.6%, 公司的收入结构质量得到了进一步提升。





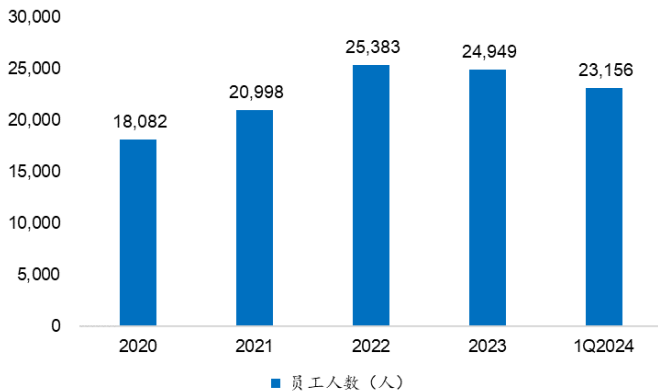
图表10: 公司云业务订单呈现回暖趋势



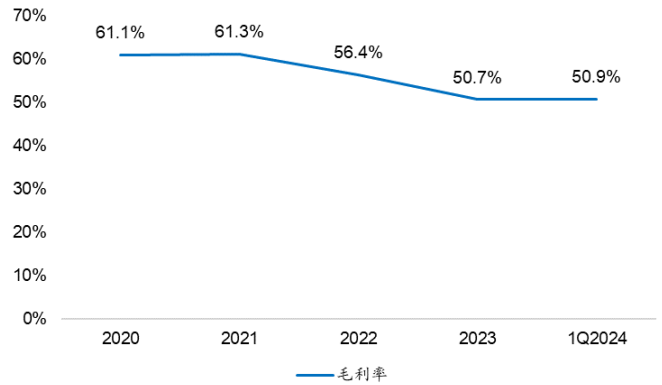
来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

新一代产品打磨成熟后, 公司在人员端投入将趋于保守, 成本费用预计将得到较好控制。2021年和2022年, 为抢占企业数智化、信创国产化、全球化战略机遇, 公司加大战略投入, 员工规模净增加7,301人。随BIP 3等新一代产品打磨完成, 2023年起公司开始控制人员增长, 2023年年末共有员工24,949人, 同比下降1.7%, 但由于年平均人数较2022年增加了1,896人, 导致成本费用同比有所抬升。

图表11: 公司积极控制人员规模



图表12: 2021-2022年的人员增长导致毛利率下降



来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

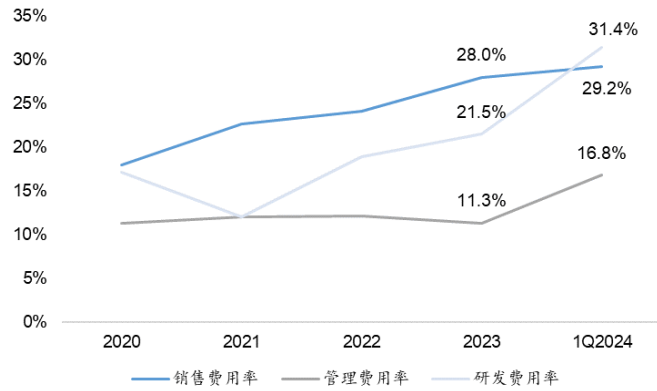
来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

截至2024年一季度末, 公司员工人数较23年末进一步下降7.2%至23,156人, 带动毛利率较上年同期同比提升6.3pct至50.9%, 销售费用率、研发费用率分别同比下降2.0pct、1.9pct, 管理费用率与上年同期基本持平, 为16.8%。

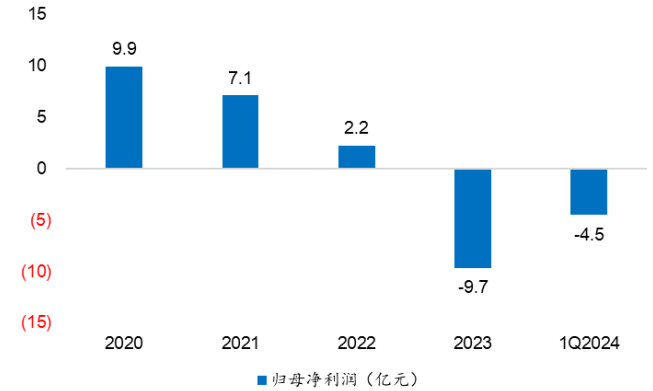
由于人员增长、大模型及新产品等投入增加, 公司2023及2024年一季度利润端有所承压, 归母净利润分别亏损9.67亿元、4.53亿元, 预计随员工人数进一步收缩, 叠加收入端回暖, 预计全年有望实现扭亏为盈。



图表 13: 2021-2022 年的人员增长导致费用抬升



图表 14: 23 年及 24 年一季度公司归母净利润有所承压



来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

来源: iFind, 公司年报及一季报, 国金证券研究所

## 2. 国产化与数智化共振, 带来中长期发展机遇

### 2.1 成熟产品+信创生态, 能够满足用户价值化国产替代需求

随着外部环境的不断变化, 自主可控技术的重要性日益凸显, 国产替代的缓冲期正在缩短, 目前国家已发布多项政策明确信创时间节点: 2022 年 9 月, 国资委 79 号文明确要求所有中央企业自 2023 年 1 月起, 每季度末向国资委报送信创系统替换进度; 最终要求 2027 年底前, 实现所有中央企业的信息化系统安可信创替代。2023 年 2 月, 中共中央和国务院发布了《数字中国建设整体布局规划》, 其中强调了加强数字技术创新体系和数字安全屏障建设的重要性。2023 年 4 月中下旬, 国资委下属的中资信息技术应用创新促进中心有限公司正式投入运营, 旨在进一步保障以央国企为代表的行业信创顺利开展。

图表 15: 政策引导信创加速落地

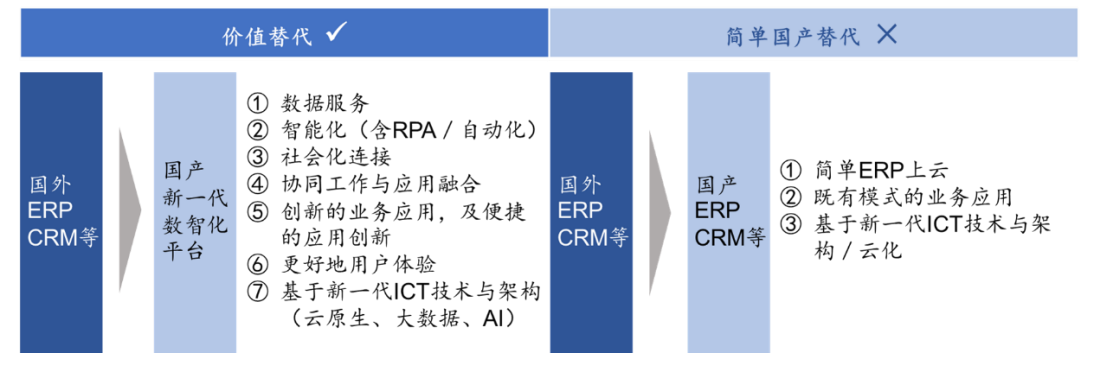
发布时间	政策名称	重点内容
2019年7月	《加强工业互联网安全工作的指导意见》	到2020年底, 工业互联网安全保障体系初步建立
2020年3月	《关于推进国家技术创新中心建设的总体方案(暂行)》	到2025年, 布局建设若干国家技术创新中心, 突破制约我国产业安全的关键技术瓶颈
2020年5月	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	加强国家创新体系建设, 编制新一轮国家中长期科技发展规划, 强化国家战略科技力量
2020年8月	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	鼓励集成电路产业和软件产业发展, 大力培育集成电路领域和软件领域企业
2021年12月	《“十四五”大数据产业发展规划》	到2025年底, 大数据产业测算规模突破3万亿元的增长目标, 以及数据要素价值体系现代化大数据产业、强制类业体系建设等方面的新目标
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	规划指出, 要加快推动数字产业化, 增强关键技术创新能力, 提升核心产业竞争力
2022年3月	《“十四五”国家信息化规划》	规划指出, 以开源生态构建为重点, 打造高水平产业生态, 以软件价值提升为抓手, 推动数字产业能级跃升; 以科技创新为核心, 推动网信企业发展壮大
2022年6月	《关于加强数字政府建设的指导意见》	提高自主可控水平。加强自主创新, 加快数字政府建设领域关键核心技术攻关, 强化安全可靠技术和产品支持类应用, 切实提高自主可控水平
2022年9月	国资委79号文件	要求到2027年央企国企100%完成信创替代, 替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域
2023年4月	《深入推进IPv6规模部署和应用2023年工作安排的安排》	明确了2023年工作目标: 到2023年末, IPv6活跃用户数达到7.5亿, 物联网IPv6连接数达到3亿, 固定网络IPv6流量占比达到15%, 移动网络IPv6流量占比达到55%
2023年8月	《关于印发制造业技术创新体系建设和应用实施意见的通知》	加速国产化2027年建成制造业技术创新体系和实施意见

来源: 中国政府网, 国家互联网信息办公室官网, e 签宝官网, 国金证券研究所

企业内部不同系统进行国产替代的难度有所差异, 由管理协同系统到生产运营系统, 其个性化需求依次提高, 进行替代和迁移的复杂度也逐步提升。由于 ERP 等系统与企业生产运营核心流程紧密相关, 其信创改造不是单纯地进行国内软件替换, 而需要进一步考虑技术架构升级、智能化应用搭建、与基础设施进行连接协同等问题, 进而实现真正的价值化国产替代。



图表 16: 对于 ERP 等生产运营系统需进行价值化国产替代



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

公司在产品技术成熟度、AI 大模型赋能、信创生态建设等方面均处于行业领先水平。下游企业国产化、数智化建设持续推进, 有望在需求端为公司增长提供中长期驱动力。

- 用友 BIP3 信创平台行业领先:** 公司自 2016 年开始研发用友 BIP, 目前已经构建了面向 14 个行业大类、68 个细分行业的信创全栈联合解决方案, 提供覆盖财务、人力、供应链等十大核心领域的 564 个创新服务。BIP 的 PaaS 支撑平台 iuap 首创 YMS 云中间件技术、云上云下一体的持续交付体系, 自研基于内存计算技术的多维数据库 (存算一体), 实现千亿级数据量、万级并发检索、毫秒级响应。用友 BIP 产品的综合竞争力已经走到国内同类厂商的最前面, 与国际同类厂商对比, 已经进入全球领先的行列。

图表 17: 用友 BIP 总体服务架构



来源: InfoQ 公众号, 国金证券研究所

- YonGPT 构建 AI+全场景数智化服务:** 2023 年 7 月, 用友发布“业界首个企业服务大模型——YonGPT”。基于大模型的人工智能在企业服务领域的应用主要集中在 4 个方向上: 智能化的业务运营、自然化的人机交互、智慧化的知识生成、语义化的应用生成。用友企业服务大模型 YonGPT 围绕这四个方向推进模型训练和产品效果优化, 已经创新研发了包括企业经营洞察、智能订单生成、供应商风控、动态库存优化、智能人才发现、智能招聘、智能预算分析、智能商旅费控等智能应用。YonGPT 已与用友 BIP 多项核心模块深度融合, 比如智能产品“智友”可优化交互体验并完成 BIP 知识问答、ChatBI 报表、审批流程查看等智能场景的迭代开发。目前已有中国中化、徐工集团、中国矿产、远东数智等多家世界 500 强和行业领先企业选择使用 YonGPT。



图表18: YonGPT 提供全栈 AI 能力



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

图表19: YonGPT+BIP 构建全场景智能服务

应用领域	具体功能
AI+财务	智能采集、智能填报、智能审核、智能月结等
AI+人力	智能人才发现、人才画像、智能招聘、员工绩效内容生成、岗位要求生成、假勤月报总结报告等
AI+供应链	基于供应网络的全局可视、自动预警, 智能掌控计划、生产、供应、销售的全局
AI+营销	基于客户画像的精准营销, 借助算法分析, 洞察客户的购买偏好、行为模式和需求趋势
AI+采购	智能供应商推荐、智能采购架构预测、智能采购系统、供应商绩效智能评价等
AI+制造	智能排程、智能配料、智能裁切、智慧车间等
AI+研发	研发知识智能推送、研发计划智能排程、设计工艺 BOM 智能配置、BOM 智能对比等
AI+项目	项目预算模拟预测、项目风险实时预警、项目合同智能审核、项目数据画像可视化输出等

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

- 信创生态完善, 可满足企业用户多元化需求:** 用友 BIP 已全栈适配中国电子 PKS、中国电科、中科院及华为鲲鹏等技术体系, 实现了从服务器、芯片、存储、操作系统、数据库、企业云服务到上层应用的全面覆盖。用友 BIP 坚持云中原则, 可根据客户的需要, 运行在阿里云、天翼云、华为云、腾讯云、企业自建 IDC 等不同云计算平台。公司联合生态伙伴已经构建了面向 20 个行业大类、80 个细分行业的信创全栈联合解决方案, 完成了 543 个信创适配项工作, 并获得了 418 份适配证书。2023 年 4 月 19 日, 公司联合麒麟软件、达梦数据库、飞腾信息、海光信息、奇安信、统信软件等信创生态厂商, 共同成立“信创领先实践联盟”, 联合打造信创解决方案。

图表20: 公司拥有完善的信创生态体系



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

公司基于 BIP 提供“数智化+信创化”相结合的解决方案, 制定“一企一策”的国产化替代路径, 在满足国产价值替代的同时, 能够保证系统平稳切换。目前公司已服务中核集团、中国电子、鞍钢集团、国投集团、南方航空、国家管网、大唐电商、中建五局、中交集团、中国中化、中粮集团等众多中央企业。



图表21: 用友 BIP 已服务多家国企及行业头部公司

应用领域	客户名称	项目情况
财务管理	国投集团	建设一体化平台八大系统,在横向上通过业财一体化的建设,实现流程的端到端打通,纵向上实现“全组织、全系统、全数据”贯通。国投集团总部可以通过数字化系统穿透到明细单位,详细掌握下级企业的经营活动状态,全面掌握集团财务风险,进行有效管理和赋能。
	鞍钢集团	建设财务共享服务体系,实现“战略财务+共享财务+业务财务”三级财务职能;打造了业务、财务一体化数据处理服务中心,财务管理成本明显降低,财务服务效率显著提升。
	中国电子	依托用友 BIP,在适配全套信创安全自主可控环境下,实现了多业态业务系统与财务集中管控的业财融合方案,同时满足了财务垂直集中管理和各板块业务系统灵活建设的要求。
	中国保利	与用友合作长达 20 年,以 BIP 为支撑打造集中统一、横向集成、纵向贯通的“业财税资档一体化”财务管理平台,推动财务数智化转型。
	中广核	携手用友共建智慧司库管理平台项目,将实现融资、资金等业务信息的统一管理。
	万华化学	在第一代财务共享中心的基础上,携手用友实施全新一代万华化学全球财务共享项目,项目将帮助万华化学重构财务信息化
	中国物流	2023 年相继与用友签约 ERP、财务共享及合并报表项目,实现核算领域全覆盖,五大业务集群全覆盖,全集团法人单位、核算主体的全覆盖。
人力资源	国家管网	基于用友 BIP 建设了 DHR 人力资源管理平台,为确保人力业务在重组后实现平稳过渡、盘活划转的优质资产和人才提供了坚实保障。
	白药集团	基于用友 BIP 人力云打造人力资源数字共享平台,实现平台统一、数据统一,业务处理效率提升超 12%,员工满意度提升 28%,以时间成本计算,成本价值贡献 100 万/年。
	中国中化	建设智慧人力一体化平台,建设内容包括“组织管理、编制管理、人事管理、薪酬管理、考勤管理、绩效管理、自助服务、管理者驾驶舱、国资委报表、32 个异构系统接口+统建系统接口”,建设范围涵盖上百家单位,近十余万人。项目用时 180 天实现上线。
	中国中车	携手用友建设数智招聘一体化项目。项目将为中国中车搭建一个全集团统一、多级共存招聘业务平台,促进招聘业务高效流转,通过上下级企业的雇主品牌兼容整合。
	中粮集团	项目涵盖组织架构管理、人员信息管理、干部管理、薪酬社保管理功能等 16 项核心功能模块。项目团队用 8 个月时间保证中粮集团人力资源数字化平台一期成功上线,10w+员工受益,当前共启用组织部门数据 17000+条。
资产管理	中国一重	继与用友合作的财务核算、供应链、进出口、客户关系管理、售后服务管理、国资监管等项目上线运行成功后,中国一重于 2023 年继续选择用友建设资产管理系统项目。该项目以业务流程规范为核心、动态业务管控为主线、风险管理为重点,建立统一资产档案管理体系。
供应链管理	大唐电商	基于用友 BIP 打造的企业采购商城解决方案,采用自营与平台物资商城服务模式,实现统一定价、自助采购、线上统一结算,向社会级电商平台加速迈进,整体采购成本降低约 20%、采购效率提升约 10%。
数据运营	中建五局	以用友 iuap 平台为数智化底座,利用大数据、人工智能技术,构建数字化管理运营平台,包括人力资源管理、财务管理、资金管理、采购管理、经营管理、档案与知识管理等内容,实现企业战略决策科学、业务运营管理提质、项目综合管理提效、产业互联协同升级。

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

## 2.2 数智化转型市场空间广阔, 市占率有望进一步提升

在企业管理系统国产化和数智化的双重驱动下, 我国 ERP 软件市场规模预计保持较高增速。根据智研咨询和前瞻产业研究院预测, 2022 年我国 ERP 市场规模约为 409 亿元, 预计到 2027 年将达到 682 亿元, 2022-2027 年 CAGR 为 10.8%。

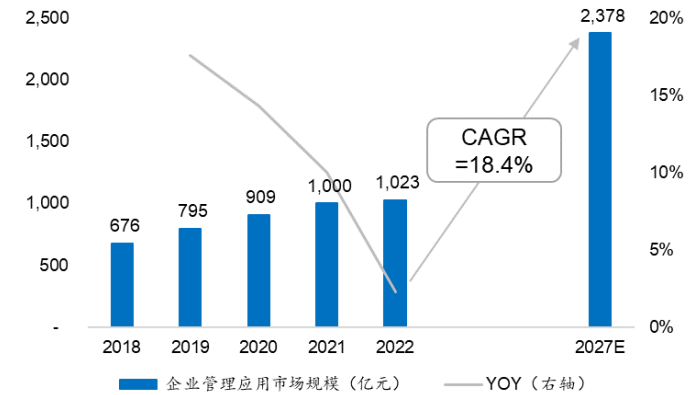
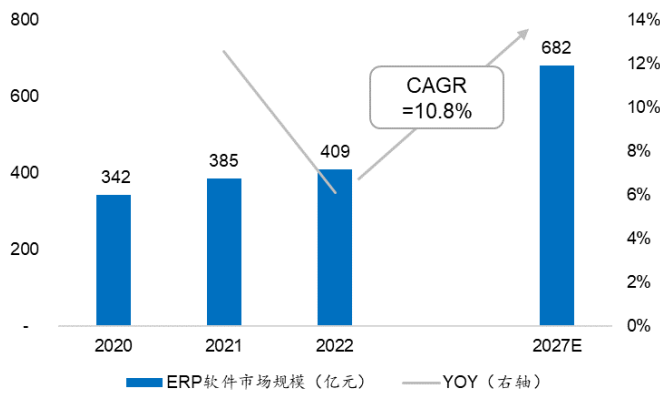
系统上云+AI 赋能, 市场空间将进一步打开。云 ERP 具有成本低、部署迅速、运维升级难度低等特点, ERP 上云已经成为行业共识。云化 ERP 能够与企业其他管理应用相融合, 实现产品边界拓展。根据沙利文预测, 2022-2027 年我国企业管理应用市场规模 CAGR 为 18.4%, ERP 厂商有望通过拓展业务范围实现更高增速。此外, AI 大模型落地应用将进一步打开企业服务市场空间。IT 厂商通过将机器学习、自然语言处理、计算机视觉、



知识图谱、智能流程自动化 (IPA) 等技术融入到既有产品中, 能够帮助企业提高经营效率, 实现项目客单价提升。

图表22: 2022-2027年我国ERP软件市场CAGR预计为10.8%

图表23: 2022-2027年我国企业管理应用市场CAGR预计为18.4%



来源: 智研咨询, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

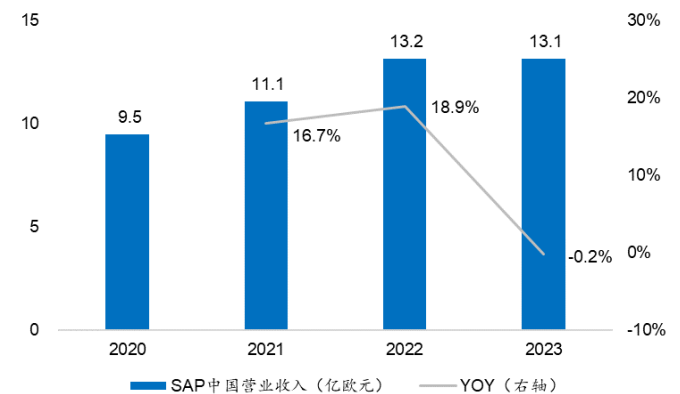
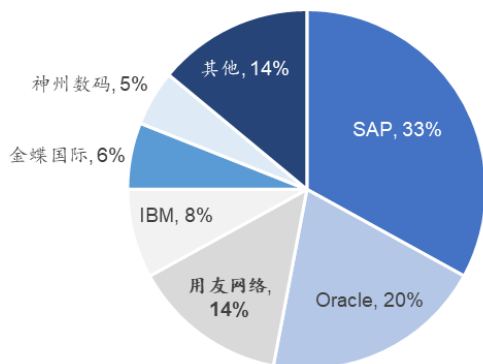
来源: 沙利文研究, 国金证券研究所

在保持增长的企业服务市场内部, 海外厂商所占据的市场份额有望随信创推进释放给国内厂商; 而拥有大型项目经验、产品成熟度高的国内企业有望实现市场份额提升。

- **面向大中型企业, ERP 国产替代仍有较大空间。** 目前我国 ERP 市场中, 国内厂商市场份额达 70%; 但面向大中型企业, 海外厂商由于具有一定先发优势和品牌效应, 仍占有较高市场份额。根据阿里云测算, 2021 年我国高端企业服务系统市场中, SAP、Oracle 的市场份额分别为 33%、20%, 高于用友的 14%。伴随信创政策推动+国内产品技术成熟, 海外厂商的市场份额有望释放。2023 年 SAP 在中国市场实现营收 13.1 亿欧元, 据此测算, 围绕以 ERP 为代表的企业软件及云服务市场进行国产替代, 至多有每年近 200 亿元的市场空间。

图表24: SAP、Oracle 等海外厂商在高端企业服务系统领域市场份额较高

图表25: 2023 年 SAP 在中国市场实现营收 13.1 亿欧元



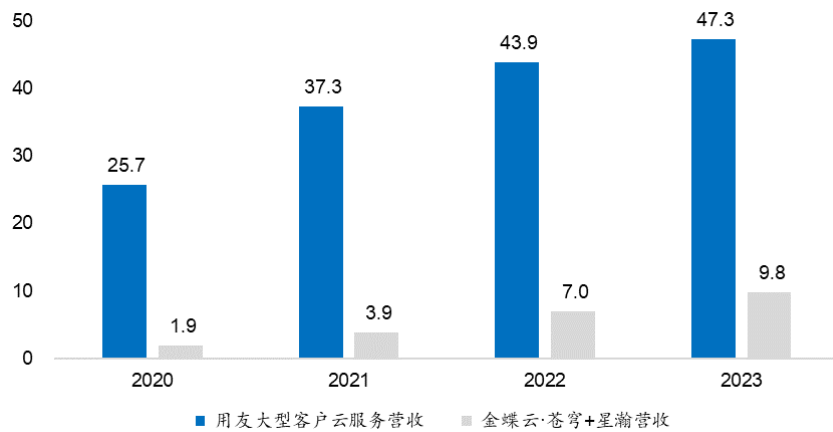
来源: 《2021 年中国工业软件发展白皮书》, 国金证券研究所

来源: SAP 官网, 国金证券研究所

- **公司客户结构更优, 市场份额有望提升。** 以国央企为代表的大型客户有信创改造及数智化转型的刚性需求, 进行 ERP 等信息系统改造的意愿更高、付费能力更强。公司深耕大型客户市场, 目前全国共 97 家一级央企, 公司产品已覆盖 38 家, 占比 39.2%, 并已与 74 家中央企业达成企业级软件合作。2023 年公司大型客户云服务营收为 47.3 亿元, 而在 ERP 领域市场份额 top2 的金蝶国际面向大型客户的产品金蝶云·苍穹、金蝶云·星瀚贡献营收合计为 9.8 亿元, 与公司仍有一定差距。凭借合作大型国央企客户的行业经验, 公司有望在高端企业服务系统系统领域替代海外厂商, 实现市场份额的进一步跃升。



图表26: 公司来自大型客户的收入体量有明显优势 (亿元)

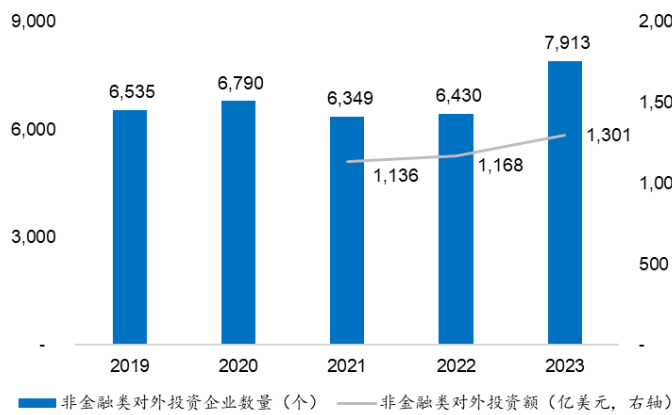


来源: iFind, 各公司年报, 国金证券研究所

### 3. 赋能中资企业出海, 打造全球化增长曲线

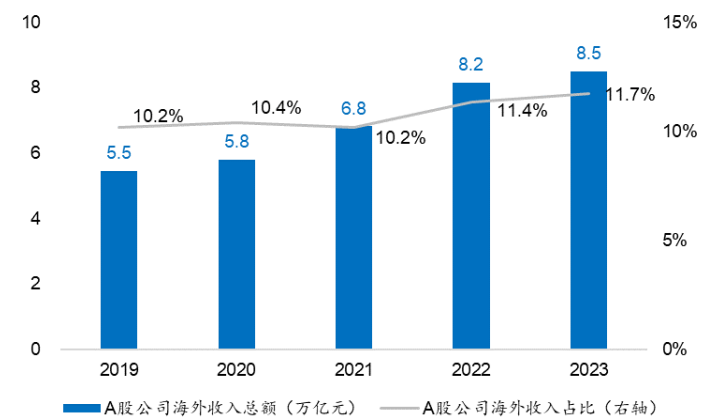
近年来, 由于国内经济增速换挡, 企业竞争力攀升, 以及国际地缘竞争加速等原因, 中国企业推进国际化的必要性日益凸显。中国企业对外投资与跨境出海交易热度逐渐增长, 根据贝恩公司测算, 2023 年的企业出海资金量相比 2022 年增长 11.4%, 非金融类对外投资的企业数量增长 23.1%。2023 年中国 A 股上市企业的海外收入总额为 8.5 万亿元, 同比增长 4.3%; 上市公司海外收入占比也呈现上升趋势, 从 2019 年的 10.2% 提升到 2023 年的 11.7%。

图表27: 23 年中国企业对外投资显著增长



来源: 贝恩公司公众号, 国金证券研究所

图表28: A 股上市公司来自海外收入持续增长

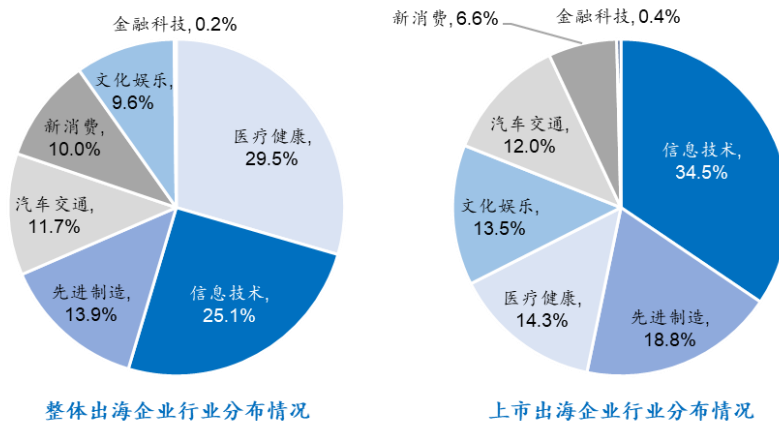


来源: 钛媒体公众号, 国金证券研究所

从行业分布上看, 中国企业出海主力已从过去的低附加值行业逐步拓展至文化娱乐、新消费、电子商务、信息技术、医疗健康、先进制造等附加值更高的行业。根据 36 氪统计, 医疗健康行业以 29.5% 的占比位居出海企业数量榜首; 上市公司中, 信息技术和先进制造海外布局能力更强, 两者合计占比超过 50%。



图表29：至 2023 年高附加值行业已经成为出海主力



来源：36 氪研究院，国金证券研究所

公司有望伴随中资企业出海，拥抱更广阔的市场空间。公司于 2003 年在中国香港成立海外事业部总部，于 2011 年完成了中国港澳台地区、东南亚、EMEA（欧洲、中东和非洲）等海外业务布局。2023 年 5 月，公司召开全球化 2.0 战略发布会，在进一步深耕东南亚市场的同时，启动拓展欧洲、北美、日本、中东市场，并计划 3 年内覆盖 100+ 个国家。

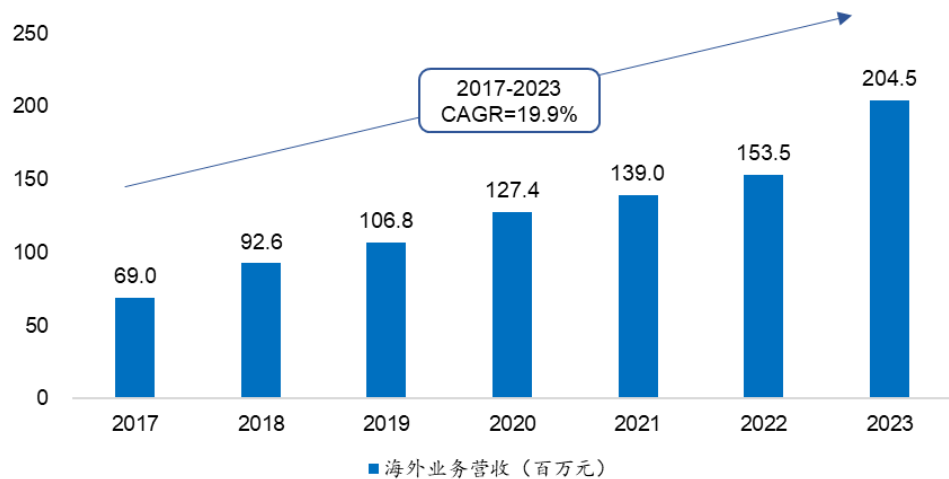
公司在产品布局、交付服务、本土合规等方面都有充分布局，海外 ERP 客户数量和营收规模位居国内同业厂商第一。2017-2023 年来自境外业务的营收 CAGR 达 19.9%，高于同期本土的营收 CAGR 为 7.3%。

- 产品方面，目前公司产品支持英语、法语、德语、西班牙语、印尼语、泰语、越南语等多种语言。公司还提供国别产品包，以针对不同国家的财税制度、人力政策提供本地化的产品适配，例如 WHT 处理、VAT 递延折旧、本地税表、保税区表、银行票据。这些国别产品包企业可以做到开箱即用，支撑业务在各个国家快速开展。
- 交付方面，公司在全球已经开设了 12 个分支机构，做到项目支持辐射到全球 100+ 国家与地区，实时地响应客户需求。
- 合规方面，公司目前已通过了数十项的国际安全认证，确保企业数据安全可信。同时满足多国的数据隐私法规，为企业提供了合规的经营保障。
- 客户方面，公司赋能包括中国港湾、电建国际、中土集团、中冶国际、中棉集团等众多央企出海；助力 J&T 极兔速递、同仁堂、威海国际、大昌行集团等一批地方知名企业打造海外应用；还为 AAMI、AECOM 香港、UAF 香港、BNPP 香港、周生生、恒基、新世界、澳门电力、澳门自来水、信德集团、永利、华新丽华、讯威、纬创、SK 珠宝、Kepple、CHS、MCC、Raffles、Elken、INTI、Evergreen、HRC 等海外本土企业开发 ERP 系统。





图表30: 2017-2023 年公司海外业务营收 CAGR 为 19.9%



来源: iFind, 公司年报, 国金证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

##### 核心假设:

##### 1) 营业收入:

- 大型企业客户:** 公司于 2023 年启动业务组织模式的升级, 将大型企业客户业务由地区为主的组织模式升级为行业为主的组织模式。24 年初公司发布 BIP 3 R5 产品, 交付能力进一步增强。公司来自大型客户的收入呈现明显回暖态势, 23 年下半年收入同比增长 12.4%, 24 年一季度收入同比增长 38.9%。从需求侧来看, 国资委要求央企于 2027 年实现所有信息系统信创替代, 叠加数智化转型需求, 公司来自大型企业客户的收入有望保持稳定增长。我们预计 2024 年来自大型企业客户的收入增速为 14.0%, 随信创替代时间节点将至, 预计 2025/2026 年收入增速分别为 14.5%/15.0%。
- 中型企业客户:** 目前公司面向中型客户的主要产品为 YonSuite, 于 2024 年初升级至 R5 成熟版本; U9 cloud 深度整合 PLM、智能工厂、YonBIP 云服务及数据服务, 打造产业链协同管控平台; U8 cloud 大力推进集团管控、资金管理、业务协同、数智创新、信创安全等多个领域特性研发, 能够满足中型企业业务拓展需求。另外, 预计公司 U8 cloud 产品于 2024 年开始全面转变为订阅制销售, 可能对原有软件销售收入产生一定影响。2021-2023 年公司来自中型企业客户的收入增速分别为 13.0%/25.8%/21.4%, 我们保守预测 2024-2026 年收入增速分别为 15%/16%/17%。
- 小微企业客户:** 公司面向小微企业的业务主要由控股子公司畅捷通完成, 其主要聚焦小微企业数智财税和数智商业两大领域。24 年一季度畅捷通云服务业务新增付费企业用户数为 3.5 万家, 较上年同期增长 43%, 累计付费企业用户数达 66.8 万家, 为收入增长提供有力保障。此外, 畅捷通结合 AI 技术发布智能交互机器人小畅助手, 结合低/零代码平台、AI、数据服务等多项技术的发展, 能够满足小微企业行业化、个性化需求。2021-2023 年公司来自小微型企业客户的收入增速分别为 15.7%/15.0%/17.7%, 我们预测 2024-2026 年收入增速维持在 20.0% 水平。
- 政府及其他公共组织客户:** 2021-2023 年公司来自政府及其他公共组织客户的收入分别为 12.68 亿元/11.23 亿元/9.82 亿元。24 年一季度公司签约了江西省财政局、浦东新区财政局、自贡市人民代表大会、陕西省人社厅等客户, 营收同比增长 44.6%。考虑到下游客户资金情况, 我们保守预测 2024-2026 年该业务营收增速维持在 2.0% 水平。

##### 2) 成本费用

- 毛利率:** 公司 2021、2022 年员工人数增长较快, 对成本费用产生较大影响, 2021-2023 年毛利率分别为 61.2%/56.4%/50.7%, 2023 年公司产品研发趋于成熟, 截至 2024 年一季度末, 员工人数为 23,156 人, 较 23 年末进一步下降 7.2%, 较 23 年一季度末下降 9.9%。我们认为公司后续在人员布局方面将较为保守, 毛利率将逐步恢复至历史平均水平。公司 2022-2024 年一季度毛利率分别为 49.1%/44.6%/50.9%, 毛利



率已呈现同比恢复态势，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 57.0%/60.0%/63.0%。

- **销售费用率：**2021-2023 年公司平均销售费用率分别为 24.9%。由于公司销售渠道基本成熟，2023 年销售人员同比减少 8.0%，2022-2024 年公司一季度销售费用率分别为 29.3%/31.2%/29.2%，2024 年单季销售费用率与 2022 年同期相当。我们预计销售费用率将趋于稳定，预测 2024-2026 年销售费用率为 24.0%。
- **管理费用率：**2021-2023 年公司管理费用率分别为 12.0%/12.1%/11.3%，我们预测随员工人数下滑管理费用率将略有下降，2024-2026 年管理费用率为 11.0%。
- **研发费用率：**2021-2023 年公司研发费用率为 19.1%/18.9%/21.5%，考虑到公司 23 年完成 YonGPT 大模型开发、核心产品打磨成熟，后续研发投入将保持相对稳定，同时考虑到研发投入资本化摊销带来的影响，我们预计 2024-2026 年研发费用率为 21.0%/21.5%/22.0%。
- **盈利预测：**

基于上述假设，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 110.98/126.44/144.87 亿元，同比增长 13.3%/13.9%/14.6%；实现归母净利润 0.54/4.11/7.20 亿元。

图表 31：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	89.32	92.62	97.96	111.10	126.44	144.87
YOY	4.8%	3.7%	5.8%	13.3%	13.9%	14.6%
——大型企业客户	58.70	62.51	65.19	74.32	85.10	97.86
YOY	17.0%	6.5%	4.3%	14.0%	14.5%	15.0%
——中型企业客户	9.07	11.42	13.86	15.94	18.49	21.63
YOY	13.0%	25.8%	21.4%	15.0%	15.0%	15.0%
——小微企业客户	5.96	6.85	8.06	9.67	11.61	13.93
YOY	15.7%	15.0%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
——政府及其他公共组织	12.68	11.23	9.82	10.02	10.22	10.43
YOY	11.6%	-11.5%	-12.5%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	61.2%	56.4%	50.7%	57.0%	60.0%	63.0%
销售费用率	22.7%	24.1%	28.0%	24.0%	24.0%	24.0%
管理费用率	12.0%	12.1%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用率	19.1%	18.9%	21.5%	21.0%	21.5%	22.0%

来源：iFinD，国金证券研究所

▪ **估值分析：**

我们采用市销率法对公司进行估值，选取 ERP 行业可比公司金蝶国际、普联软件、宝信软件，参考可比公司 PS 平均水平，给予公司 2024 年 4.4 倍 PS 估值，目标价 14.28 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值比较（市销法）

代码	名称	股价（元）	SPS					PS		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
0268.HK	金蝶国际	7.54	1.40	1.56	1.86	2.19	2.55	4.06	3.45	2.96
300996.SZ	普联软件	15.28	4.89	3.70	4.54	5.56	6.85	3.37	2.75	2.23
600845.SH	宝信软件	30.40	6.65	5.37	5.23	6.18	7.39	5.81	4.92	4.12
<b>平均值</b>								<b>4.42</b>	<b>3.71</b>	<b>3.10</b>
600588.SH	用友网络	9.28	2.70	2.87	3.25	3.70	4.24	2.86	2.51	2.19

来源：Wind，国金证券研究所

说明：3 家可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期，股价为 2024 年 7 月 4 日收盘价



## 5. 风险提示

### ■ 宏观经济下行风险

公司的软件业务和云业务下游主要为国内企业，其经营与宏观经济指标相关，若受到外界宏观经济下行，可能影响企业对于信息化的需求。

### ■ 市场竞争加剧风险

若 ERP 与云服务市场竞争加剧，可能会导致部分潜在客户转向竞争对手、部分既往客户改变云服务供应商的情况出现。

### ■ 政策推进不及预期

大型企业是公司最主要的客户群体，若后续信创及数智化政策推进不及预期，会影响下游客户投入积极性，可能导致公司收入增速不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,932	9,262	9,796	11,098	12,644	14,487
增长率		3.7%	5.8%	13.3%	13.9%	14.6%
主营业务成本	-3,468	-4,041	-4,826	-4,772	-5,057	-5,360
%销售收入	38.8%	43.6%	49.3%	43.0%	40.0%	37.0%
毛利	5,464	5,221	4,970	6,326	7,586	9,127
%销售收入	61.2%	56.4%	50.7%	57.0%	60.0%	63.0%
营业税金及附加	-106	-106	-108	-122	-139	-159
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-2,027	-2,235	-2,743	-2,663	-3,034	-3,477
%销售收入	22.7%	24.1%	28.0%	24.0%	24.0%	24.0%
管理费用	-1,072	-1,117	-1,108	-1,221	-1,391	-1,594
%销售收入	12.0%	12.1%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	-1,704	-1,754	-2,106	-2,330	-2,718	-3,187
%销售收入	19.1%	18.9%	21.5%	21.0%	21.5%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	555	8	-1,096	-11	303	710
%销售收入	6.2%	0.1%	n.a	n.a	2.4%	4.9%
财务费用	-79	12	-68	-111	-126	-145
%销售收入	0.9%	-0.1%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-355	-220	-235	-312	-215	-259
公允价值变动收益	9	34	-8	0	0	0
投资收益	360	110	74	100	100	100
%税前利润	46.5%	44.5%	-8.2%	151.6%	21.6%	12.4%
营业利润	779	251	-900	66	462	806
营业利润率	8.7%	2.7%	n.a	0.6%	3.7%	5.6%
营业外收支	-5	-4	-10	0	0	0
税前利润	774	247	-910	66	462	806
利润率	8.7%	2.7%	n.a	0.6%	3.7%	5.6%
所得税	-92	-22	-23	-7	-46	-81
所得税率	11.8%	8.9%	n.a	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	682	225	-933	59	416	725
少数股东损益	-25	6	34	5	5	5
归属于母公司的净利润	708	219	-967	54	411	720
净利率	7.9%	2.4%	n.a	0.5%	3.3%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	682	225	-933	59	416	725
少数股东损益	-25	6	34	5	5	5
非现金支出	900	884	1,171	894	898	1,038
非经营收益	-240	-127	3	-150	-100	-105
营运资金变动	-42	-471	-332	-790	432	614
经营活动现金净流	1,300	510	-91	13	1,646	2,272
资本开支	-1,000	-1,554	-1,788	-1,538	-1,683	-1,699
投资	-300	-2,404	1,055	0	0	0
其他	70	104	191	100	100	100
投资活动现金净流	-1,230	-3,853	-542	-1,438	-1,583	-1,599
股权募资	279	5,347	1,692	0	0	0
债权募资	702	1,077	1,829	667	754	284
其他	-1,569	-1,496	-1,433	0	0	0
筹资活动现金净流	-588	4,928	2,089	667	754	284
现金净流量	-520	1,599	1,459	-758	817	957

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,616	8,304	8,045	7,272	8,079	9,028
应收款项	1,625	2,482	2,864	2,975	3,218	3,307
存货	407	531	552	562	582	617
其他流动资产	1,034	1,070	1,461	1,516	1,602	1,752
流动资产	7,682	12,387	12,922	12,326	13,481	14,703
%总资产	44.3%	52.6%	50.6%	47.6%	48.0%	48.7%
长期投资	3,606	3,871	3,875	3,875	3,875	3,875
固定资产	2,529	2,531	2,619	2,646	2,646	2,657
%总资产	14.6%	10.7%	10.3%	10.2%	9.4%	8.8%
无形资产	3,197	4,504	5,568	6,648	7,659	8,619
非流动资产	9,647	11,168	12,599	13,592	14,592	15,517
%总资产	55.7%	47.4%	49.4%	52.4%	52.0%	51.3%
资产总计	17,329	23,555	25,521	25,918	28,073	30,219
短期借款	2,802	3,611	4,240	4,603	5,357	5,641
应付款项	1,800	1,727	2,236	2,430	2,573	2,809
其他流动负债	3,722	4,236	4,646	4,168	5,020	5,929
流动负债	8,325	9,574	11,122	11,200	12,950	14,379
长期贷款	390	826	1,910	2,195	2,195	2,195
其他长期负债	688	637	685	659	649	641
负债	9,403	11,037	13,718	14,055	15,794	17,215
普通股股东权益	6,987	11,461	10,152	10,207	10,618	11,338
其中：股本	3,271	3,434	3,419	3,419	3,419	3,419
未分配利润	2,221	2,044	874	928	1,339	2,059
少数股东权益	939	1,057	1,651	1,656	1,661	1,666
负债股东权益合计	17,329	23,555	25,521	25,918	28,073	30,219

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.216	0.064	-0.283	0.016	0.120	0.211
每股净资产	2.136	3.338	2.970	2.986	3.106	3.317
每股经营现金净流	0.397	0.149	-0.026	0.004	0.482	0.665
每股股利	0.100	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.13%	1.91%	-9.53%	0.53%	3.87%	6.35%
总资产收益率	4.08%	0.93%	-3.79%	0.21%	1.46%	2.38%
投入资本收益率	4.40%	0.04%	-6.25%	-0.05%	1.38%	3.06%
增长率						
主营业务收入增长率	4.78%	3.69%	5.77%	13.29%	13.93%	14.58%
EBIT 增长率	-49.25%	-98.56%	-13768.04%	-98.99%	-2834.38%	133.93%
净利润增长率	-28.41%	-69.03%	-541.28%	N/A	656.10%	75.13%
总资产增长率	2.24%	35.93%	8.35%	1.55%	8.32%	7.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.4	67.1	86.5	95.0	95.0	90.0
存货周转天数	43.7	42.4	40.9	43.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	63.3	67.1	69.5	85.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	101.1	93.6	85.2	69.5	55.2	43.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.51%	-31.20%	-18.18%	-6.12%	-6.33%	-11.10%
EBIT 利息保障倍数	7.1	-0.7	-16.1	-0.1	2.4	4.9
资产负债率	54.26%	46.86%	53.75%	54.23%	56.26%	56.97%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	9	20	35
增持	0	1	3	4	2
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.25</b>	<b>1.24</b>	<b>1.15</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究