用户之友，云化未来

增持|维持

报告要点：

- **全力聚焦云服务，开启用友 3.0-II 时代**

用友网络是全球领先的企业与公共组织云服务、软件、金融服务提供商。2016 年，公司开启了以“云服务、软件、金融”为核心的用友 3.0 时代。2016-2019 年，公司营业收入 CAGR 为 18.50%，扣非归母净利润 CAGR 为 70.25%。云服务（不含金融类云服务）收入连续三年实现倍增，截至 2020 年六月底，云服务业务的累计企业客户数为 597.26 万家，其中累计付费企业客户数 56.71 万家。2020 年 8 月，公司发布战略级产品：用友商业创新平台 YonBIP，云服务从产品服务模式升维到平台服务模式。

- **政策助力，云计算产业处于高景气周期**

云计算是本轮 IT 产业变革的核心，引起各国的高度重视，我国推出了《“十三五”国家信息化规划》等一系列政策推动行业的发展。根据智研咨询的数据，2019 年，中国云计算产业规模达到 1,290.7 亿元，同比增长 34.1%，预计 2021 年将达到 2,046.5 亿元，2019-2021 年 CAGR 高达 25.92%。《中国企业上云指数（2018）》显示，2018 年，全国企业上云比例为 43.9%，同比增加 3.6 个百分点，但仍有 56.1%的企业尚未使用云平台。我们认为，伴随着云计算的优势逐步得到认可，国内企业对上云的需求将有效释放。

- **积极融入华为鲲鹏生态，借力软件国产化大浪潮**

IDC 预测，到 2023 年，中国计算产业投资空间为 1043 亿美元。鲲鹏计算产业是基于鲲鹏处理器构建的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务，公司与华为不断加深合作，有望携手打破现有 IT 产业格局。2016 年 3 月 4 日，多家从事软硬件关键技术研究、应用和服务的单位发起建立“信息技术应用创新工作委员会”，信创产业迎来历史性机遇，公司倾注研发力量，积极适配国产 CPU 和国产操作系统等自主可靠技术的应用创新，有望充分受益。

- **投资建议与盈利预测**

公司坚定推进云转型战略，云服务业务处于快速成长期。预测公司 2020-2022 年营业收入为 96.37、113.62、132.61 亿元，归母净利润为 9.61、11.35、13.44 亿元，EPS 为 0.30、0.35、0.41 元/股。公司处于转型期，研发等费用投入较多，采用 PS 估值法较为合理，过去三年 PS 主要运行在 5-20 倍之间，考虑到持续推动云转型，PS 估值水平有望逐步提升，维持公司 2020 年 18 倍的目标 PS，对应目标价为 53.39 元，维持“增持”评级。

- **风险提示**

宏观经济下行，新冠肺炎疫情，可能导致下游客户需求释放缓慢；云服务转型推进不及预期；互联网投融资信息服务业务政策风险；人才流失等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7703.50	8509.66	9636.94	11361.95	13260.63
收入同比(%)	21.44	10.46	13.25	17.90	16.71
归母净利润(百万元)	612.13	1182.99	961.04	1135.08	1343.50
归母净利润同比(%)	57.33	93.26	-18.76	18.11	18.36
ROE(%)	9.32	16.49	12.05	13.30	14.55
每股收益(元)	0.19	0.36	0.30	0.35	0.41
市盈率(P/E)	232.86	120.49	148.32	125.58	106.10

资料来源：Wind，国元证券研究中心

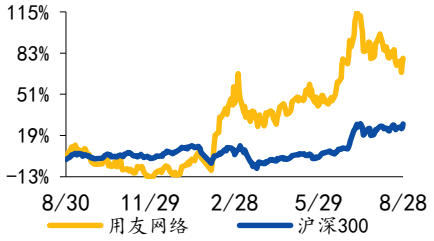
当前价/目标价：43.79 元/53.39 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	53.41 / 27.76
A 股流通股（百万股）：	3246.74
A 股总股本（百万股）：	3248.72
流通市值（百万元）：	142174.95
总市值（百万元）：	142261.50

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)：加速云转型步伐，云服务保持高增长》2020.08.29

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)：云转型进展顺利，收入维持高增长》2020.03.29

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1.全球领先的企业服务提供商 4
1.1 业绩回顾 5
1.2 股权结构 7
1.3 员工情况 8
1.4 股权激励 8
1.5 分红情况 9
2.数智化需求旺盛，云计算景气向上 10
2.1 政策不断出台，产业快速扩张 10
2.2 底座较为成熟，发展 SaaS 基础坚实 12
2.3 我国 SaaS 起步较晚，未来成长空间广阔 13
3.业务融合发展，加速构建生态 16
3.1 全力推进云服务，持续快速成长 16
3.1.1 顺应客户需求，推出多款云 ERP 19
3.1.2 联手合作伙伴，打造云市场 21
3.1.3 领先的精智工业互联网平台 22
3.2 受云转型影响，软件业务逐步萎缩 23
3.3 金融业务控风险，坚持稳健发展 23
4.融入鲲鹏生态，借力国产浪潮 25
5.盈利预测与投资建议 28
6.风险提示 31

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：营业收入与销售毛利率情况 5
图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况 5
图 4：软件业务收入情况 5
图 5：云服务（不含金融类云服务）业务收入情况 5
图 6：云服务注册企业客户情况 6
图 7：累计付费企业客户情况 6
图 8：ROE（摊薄） 6
图 9：经营活动现金净流量与扣非归母净利润对比 6
图 10：研发投入情况 7
图 11：研发人员情况 7
图 12：股权结构 7
图 13：2019 年员工构成情况 8
图 14：公司历年现金分红情况 9
图 15：中国云计算产业规模及预测 11
图 16：2018 年中国企业上云比例 11

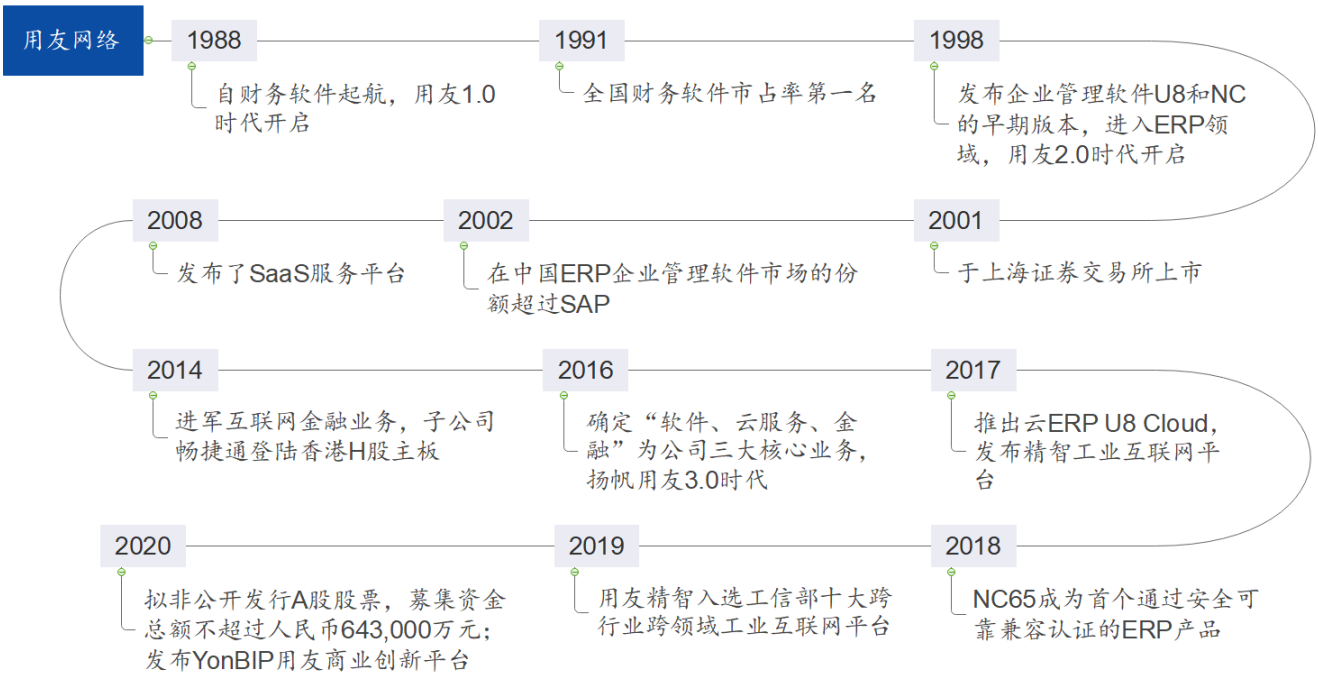
图 17：2019 年中国公有云 IaaS 市场竞争格局 12
图 18：阿里云营业收入情况 12
图 19：阿里云调整后 EBITDA 情况 12
图 20：腾讯云 CDN 中国境外节点分布 13
图 21：用友和金蝶云服务收入对比 14
图 22：SAP 平台技术赋能企业端到端业务流程 14
图 23：SAP 云转型之路 15
图 24：2018 年中国整体 ERP 市场格局 16
图 25：2018 年中国高端 ERP 市场格局 16
图 26：云服务经营模式 17
图 27：YonBIP 整体架构 18
图 28：用友商业创新平台 YonBIP 正式发布 18
图 29：NC Cloud 消除信息孤岛 19
图 30：U8 Cloud 整体架构 20
图 31：基于云原生设计的 YonSuite 21
图 32：云市场优选商城 21
图 33：用友精智工业互联网平台整体业务流程 22
图 34：公司软件业务布局 23
图 35：鲲鹏芯片族的“量产一代、研发一代、规划一代”策略 25
图 36：鲲鹏计算产业全景图 26
图 37：公司与华为合作历程 27
图 38：用友网络过去三年 PS-Band 30

表 1：重要非全资子公司 2019 年经营情况 7
表 2：2020 年股权激励情况 9
表 3：云计算相关政策梳理 10
表 4：非公开发行股票募集资金用途 17
表 5：公司业务拆分（单位：百万元） 29
表 6：可比公司估值情况 29

1.全球领先的企业服务提供商

用友网络科技股份有限公司于 1988 年在北京成立，专注企业服务 32 年，是全球领先的企业与公共组织云服务、软件、金融服务提供商。公司充分发挥技术与商业相结合的优势，提供覆盖多领域、多行业的企业服务，在营销、制造、采购、金融、财务、人力、协同、平台服务等领域为客户提供数字化、智能化、全球化、社会化、安全可信的企业云服务产品与解决方案。公司始终坚持用户之友、持续创新与专业奋斗，累计服务的企业超过 600 万家，与超过 60%的中国 500 强企业建立了合作关系。新时期，公司将以构建和运营全球领先的企业云服务平台为战略目标，服务超过千万家企业客户，聚合十万家生态伙伴、亿级社群个人，为中国和全球的商业创新创造独特价值。

图 1：公司发展历程



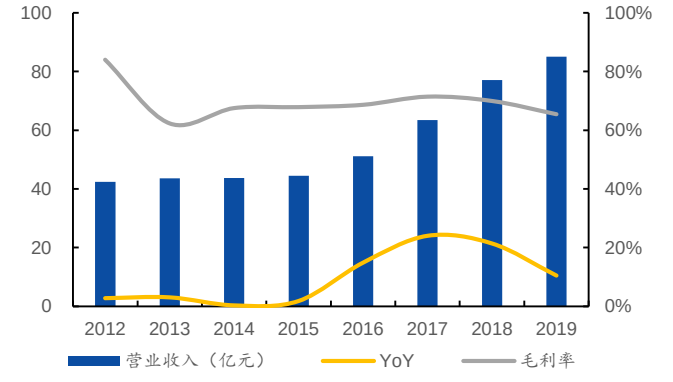
资料来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，国元证券研究中心

公司的发展历程分为三个阶段：1988-1997 年是用友 1.0 时代，公司从财务软件起航，普及财务软件的应用，推动了中国企业的会计电算化进程；1998-2015 年是用友 2.0 时代，公司进入了以 ERP 为代表的信息化阶段，帮助企业进行流程优化，提升运行效率；2016 年至今是用友 3.0 时代，公司基于移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代企业计算技术，通过构建和运营全球领先的企业云服务平台，积极发展 SaaS 服务，大力拓展以创新业务服务为核心的 BaaS 服务和以数据服务为核心的 DaaS 服务，支撑与运营客户的商业创新，帮助企业客户实现数智化转型。2020 年，公司进入到用友 3.0-II 战略发展阶段，面临数智化、国产化、全球化三浪叠加的难得发展机遇，公司将在用友 3.0-I 的基础上，继续深化战略转型，升维和加速云服务业务发展。

1.1 业绩回顾

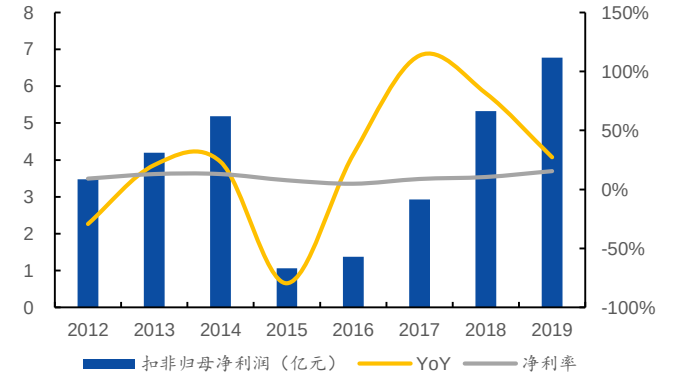
2016 年起，公司通过战略转型，开启了以“云服务、软件、金融”为核心的用友 3.0 时代，营业收入呈现稳健增长的态势。2016-2019 年，公司营业收入 CAGR 为 18.50%，由于低基数的原因，扣非归母净利润 CAGR 为 70.25%。2019 年，公司抓住企业与公共组织数智化、产业国产化带来的机会，坚定执行用友 3.0 战略，加速推进各项业务发展，实现了主营业务收入稳定增长、云服务业务收入高速增长、净利润大幅增长的优良业绩，营业收入达到 85.10 亿元，同比增长 10.46%，扣非归母净利润达到 6.77 亿元，同比增长 27.30%。开启战略转型部署后，销售毛利率保持稳定，维持在 65-72%的区间。2019 年毛利率为 65.42%，较上年下降 4.53 个百分点。

图 2：营业收入与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况

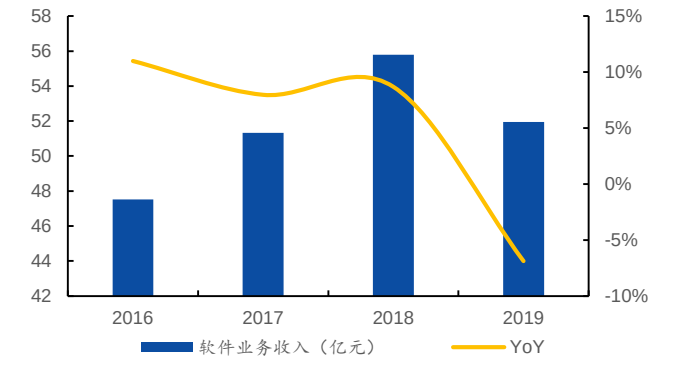


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019 年，公司云服务（不含金融类云服务）业务实现收入 19.70 亿元，同比增长 131.62%，占公司主营业务收入 23.15%，收入占比持续提升；软件业务实现收入 51.95 亿元，同比下降 6.87%；金融服务业务实现收入 12.93 亿元，同比增长 3.93%，其中支付服务业务收入 6.51 亿元，同比增长 319.12%，互联网投融资信息服务业务在继续坚持稳健经营、控制适度规模的方针指引下，实现收入 6.42 亿元，同比下降 41.02%。

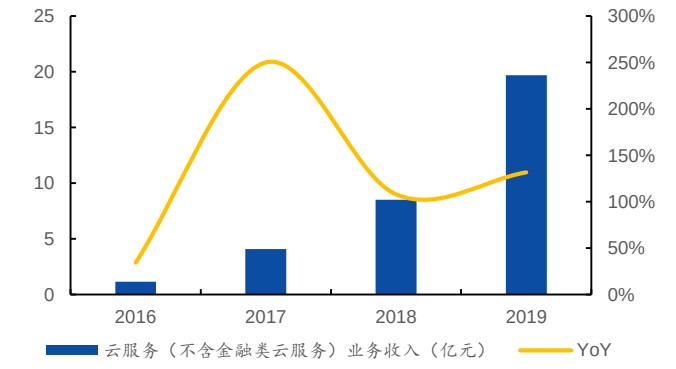
云服务（不含金融类云服务）收入连续三年实现倍增，2019 年增速较 2018 年增速水平有明显提速，原因是云产品成熟度提升和客户对“上云”接受度改善。

图 4：软件业务收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

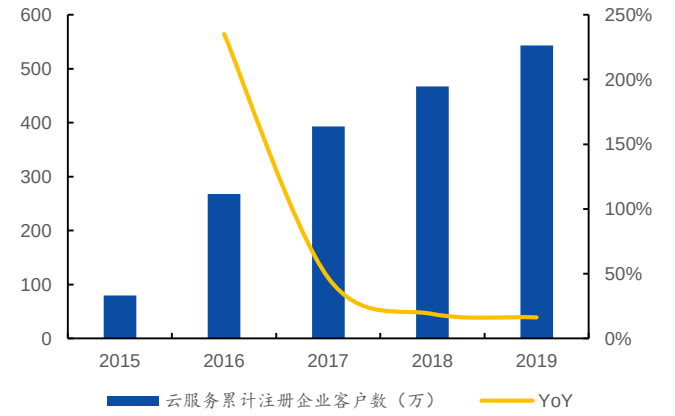
图 5：云服务（不含金融类云服务）业务收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

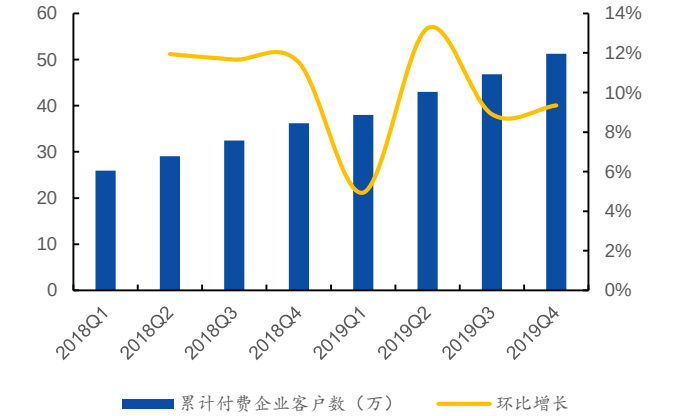
截至 2020 年 6 月底，公司云服务业务的累计企业客户数为 597.26 万家，其中累计付费企业客户数为 56.71 万家，较 2020 年一季度末增长 5.6%（较 2019 年半年度末增长 31.9%）。

图 6：云服务注册企业客户情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

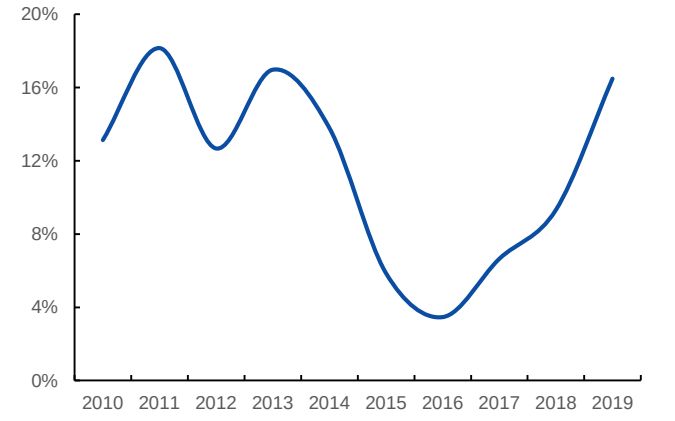
图 7：累计付费企业客户情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

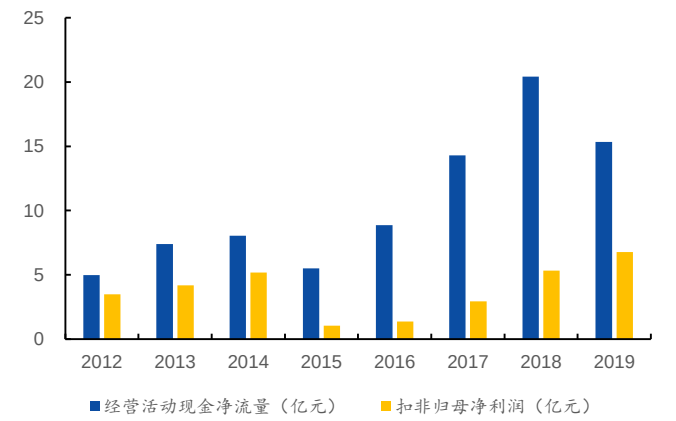
2016 年后，随着公司战略转型的推进，公司的 ROE（摊薄）触底反弹，连续三年持续增长，2019 年达到 16.49%。2015 年以来，公司经营活动现金净流量呈上升趋势，且始终高于扣非归母净利润，反映出公司较高的经营质量。

图 8：ROE（摊薄）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 9：经营活动现金净流量与扣非归母净利润对比

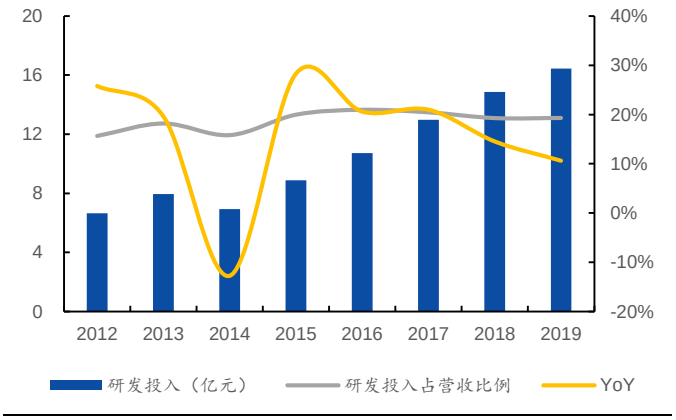


资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司自创立开始就注重构建自主研发能力，保障研发投入，形成研发体系，经过多年的持续发展，已经形成在企业和公共组织数智化领域从平台到领域、重点行业和生态的产品与技术研发体系。近五年来，公司每年将营业收入的 20%左右投入至研发领域，2019 年，公司继续加大对云服务业务的研发投入，整体研发投入达 16.44 亿元，同比增长 10.6%，研发投入占营业收入的比重达到 19.3%。

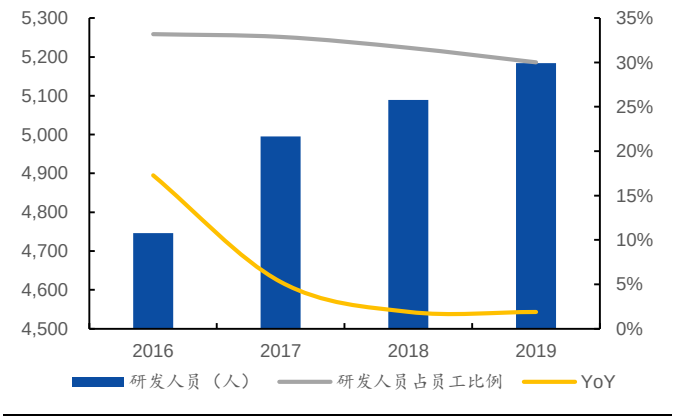
公司研发投入资本化率较低，2019 年仅将部分在中长期产生效益的产品与技术研发项目进行了研发投入资本化，研发投入资本化率为 10.58%。2019 年，公司研发人员数量为 5,184 人，较 2018 年增加 95 人，重点增加了云服务研发人员。

图 10：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：研发人员情况

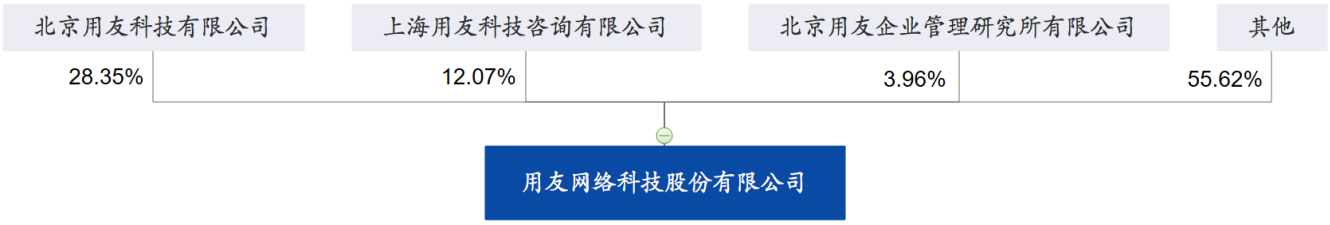


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

1.2 股权结构

根据 Wind，公司第一大股东北京用友科技有限公司持有公司股份 9.21 亿股，占总股本的 28.35%，第二大股东上海用友科技咨询有限公司持有公司股份 3.92 亿股，占总股本的 12.07%，第四大股东北京用友企业管理研究所有限公司持有公司股份 1.29 亿股，占总股本的 3.96%。根据天眼查的数据，王文京先生直接持有北京用友科技有限公司 100%股权、上海用友科技咨询有限公司 67.52%股权及北京用友企业管理研究所有限公司 76.26%股权，王文京先生是公司的实际控制人。

图 12：股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究中心

自上市以来，为巩固传统业务发展，推动创新业务，公司设立了多家子公司，分别从事不同的业务。

表 1：重要非全资子公司 2019 年经营情况

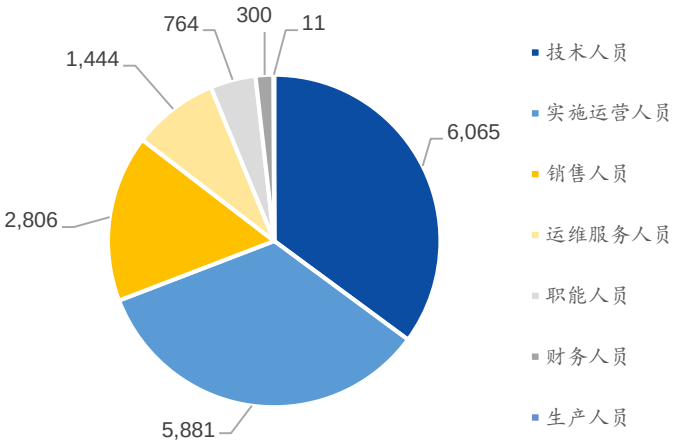
公司名称	主要业务	营业收入（万元）	净利润（万元）
北京用友政务软件股份有限公司	财政管理与政府财务管理	98,931.06	20,537.68
畅捷通信息技术股份有限公司	面向小微企业的云服务	46,932.63	9,238.79
新道科技股份有限公司	面向院校教育的业务	25,309.52	8,557.96
用友汽车信息科技（上海）股份有限公司	面向汽车行业的业务	48,697.62	9,265.62
用友金融信息技术股份有限公司	金融相关业务	38,069.26	6,157.71

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 员工情况

根据公司 2019 年报，2019 年底，公司员工总数达到 17,271 人，其中技术人员占比达到 35.12%。公司在 2018 年发布了干部任职年龄管理的规定并推动执行，推进了员工干部年轻化。2019 年，公司继续加强了核心研发人才的引进，规模化招聘了高素质应届毕业生，对新引进的核心骨干员工实施了股权激励计划，将进一步促进全体员工年轻化、人才成长梯队化。

图 13：2019 年员工构成情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司创始人王文京先生生于 1964 年，1988 年与苏启强先生共同出资创建用友软件服务社，曾任用友软件股份有限公司董事长、总裁等职务，现任公司董事长。王文京先生一直投身于企业服务产业发展，对推动中国软件行业变革和企业云服务的应用普及有着积极贡献，入选中央统战部、全国工商联评选的“改革开放 40 年百名杰出民营企业家”，被中国企业改革与发展研究会、网易财经、《中国产经新闻》报社联合评为 70 年 70 企 70 人“中国杰出贡献企业家”，被中国企业家杂志评为“中国最具影响力 25 位企业领袖”。2019 年 1 月，基于公司高管任职年龄制度的规定，王文京先生辞任总裁职务，专任公司董事长职务，着眼于公司发展战略与产品发展战略，继续为公司发展贡献力量。公司总裁职务由陈强兵先生接任。

总裁陈强兵先生生于 1976 年，2000 年加入公司，从基层员工做起，曾任分公司销售经理、分支机构管理总部负责人、分公司总经理、助理总裁、副总裁、高级副总裁等职务。2016 年起，陈强兵先生担任公司执行总裁职务，带领团队强化了公司文化价值观，在云服务业务发展方面获得了突破，连续取得了优秀的经营业绩。我们认为陈强兵先生有着丰富的工作经验，有助于未来在经营管理过程中把握全局，践行用友文化，带领公司再创辉煌。

1.4 股权激励

自上市以来，公司充分利用资本市场的优势，进行了多次股权激励，有效调动了员工的工作积极性。

根据公司 2020 年 6 月 17 日发布的《董事会关于向激励对象授予股票期权与限制性

股票的公告》，公司 2020 年规定的股票期权与限制性股票授予条件已经成就，授予日为 2020 年 6 月 16 日，其中，陈强兵先生获授的限制性股票数量为 33.33 万股，占授予限制性股票总数的 1.804%。除公司高管外，其他骨干员工（1,684 人）获授的限制性股票数量为 1,735.7261 万股，占授予限制性股票总数的 93.921%。

表 2：2020 年股权激励情况

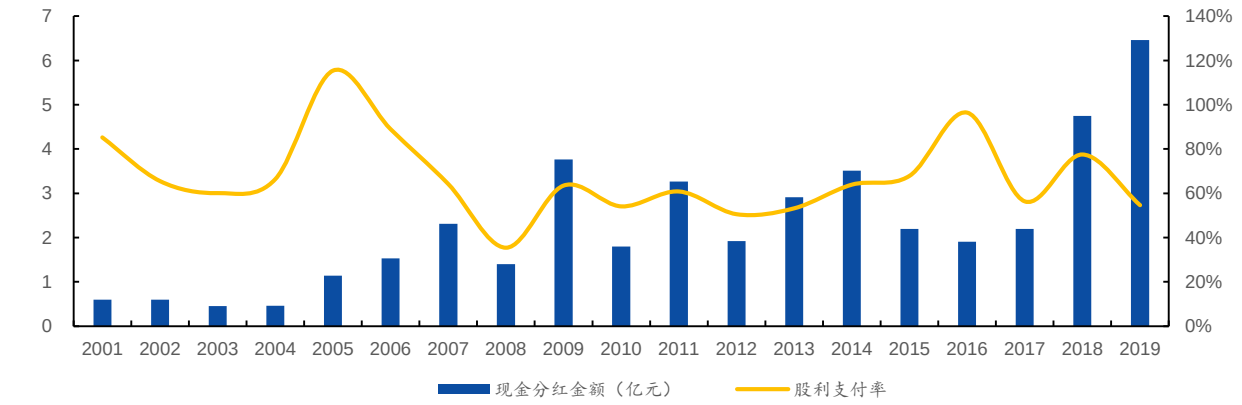
股权激励权益授予日	激励数量	占总股本比例	业绩考核条件
2020 年 6 月 16 日	496.33 万份（股票期权）	0.15%	第一个行权期：2022 年营业收入达到 1,470,469 万元；2022 年云服务业务收入达到 983,663 万元；2022 年归属于上市股东的扣除非经常损益后的净利润达到 132,314 万元。第二个行权期：以 2022 年度营业收入为基数，2023 年度营业收入增长率不低于 10%。
2020 年 6 月 16 日	1,848.0661 万股（股票）	0.57%	第一个解除限售期：以 2019 年“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和为基数，2021 年度“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和的增长率不低于 20%。第二个解除限售期：以 2019 年“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和为基数，2022 年度“软件业务收入”和“云服务业务收入”之和的增长率不低于 30%。

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

1.5 分红情况

公司自 2001 年上市以来一直保持着每年现金分红的传统，共实施分红 19 次，累计派发现金 43.16 亿元，分红率为 61.62%。2019 年公司分红金额达 6.46 亿元，股利支付率为 54.61%。

图 14：公司历年现金分红情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.数智化需求旺盛，云计算景气向上

云计算、大数据及人工智能等信息技术的飞速发展正在对各行业产生深远影响，国内企业纷纷尝试上述技术提升企业核心竞争力，以面对日益复杂的商业环境。云计算的按需使用、灵活性高、可扩展性强等特点，使得企业上云逐步成为趋势。通过上云驱动流程创新和业务创新，企业可以有效降低经营成本、提升核心竞争力，因此数智化转型成为企业的迫切需求。企业上云不只是 IT 升级，更重要的是通过上云实现业务创新和管理变革。根据 2019 年埃森哲发布的《中国企业数字转型指数》报告，我国各大行业企业数字化转型成效显著的比例仅为 9%，企业数字化转型滞后于整体消费以及经济的数字化，云计算等领域仍有较大市场空间。

2.1 政策不断出台，产业快速扩张

国家出台了多项与云计算密切相关的政策，2020 年 7 月 10 日，工信部印发《工业互联网专项工作组 2020 年工作计划》，提出要在 2020 年 12 月前推动 40 万家企业上云上平台，应用工业互联网平台开展研发设计、生产制造、运营管理等服务。

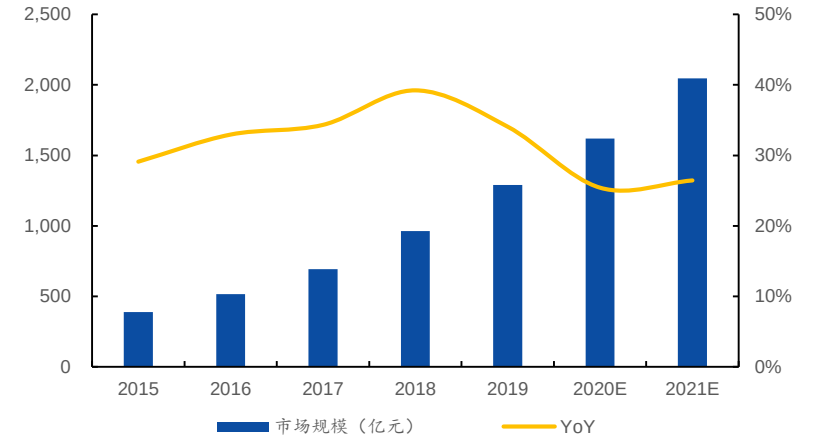
表 3：云计算相关政策梳理

时间	政府部门	文件	主要内容
2015 年 1 月	国务院	《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	增强云计算服务能力；提升云计算自主创新能力；探索电子政务云计算发展新模式；加强大数据开发和利用；统筹布局云计算基础设施；提高安全保障能力。
2015 年 11 月	工信部	《云计算综合标准化体系建设指南》	提出包括云基础、云资源、云服务和云安全 4 个部分的云计算综合标准化体系框架；提出现有标准缺失的，并能直接反映云计算特征，有效解决应用和数据迁移、服务质量保证、供应商绑定、信息安全和隐私保护等问题的 29 个标准研制方向。
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	新一代网络技术体系、云计算技术体系、端计算技术体系和安全技术体系基本建立；云计算、大数据、物联网、移动互联网等核心技术接近国际先进水平；培育发展一批具有国际竞争力的云计算骨干企业，发挥企业创新主体作用，增强云计算技术原始创新能力。
2017 年 4 月	工信部	《云计算发展三年行动计划（2017-2019）》	到 2019 年，云计算产业规模达到 4,300 亿元，突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平；云计算数据中心布局优化；云计算企业国际影响力显著增强；云计算成为信息化建设主要形态和建设网络强国、制造强国的重要支撑。
2018 年 8 月	工信部	《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	提出了企业上云的工作目标，到 2020 年，云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及，全国新增上云企业 100 万家；对适宜采用公有云、私有云或混合云的部署方式给出了建议。
2019 年 4 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《推进互联网协议第六版(IPv6)规模部署行动计划》	为阿里云、天翼云、腾讯云、华为云等服务企业完成应用基础设施 IPv6 能力改造；到 2019 年末，CDN 的 IPv6 本地覆盖能力达到 IPv4 本地覆盖能力的 85%以上。
2020 年 7 月	工信部	《工业互联网专项工作组 2020 年工作计划》	推动 40 万家企业上云上平台，应用工业互联网平台开展研发设计、生产制造、运营管理等服务。

资料来源：前瞻产业研究院，中国政府网，工信部，国元证券研究中心

根据智研咨询的数据，2019 年，中国云计算产业规模达到 1,290.7 亿元，同比增长 34.1%，预计 2021 年将达到 2,046.5 亿元，2019-2021 年 CAGR 达 25.92%。

图 15：中国云计算产业规模及预测

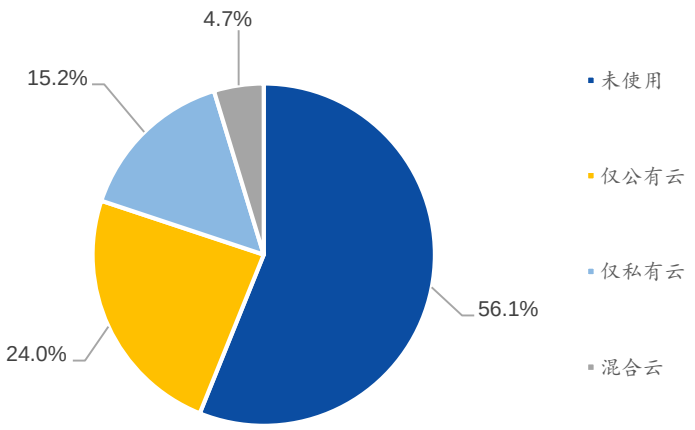


资料来源：智研咨询，中国信息通信研究院，国元证券研究中心

根据 IDC 的数据，2020 年，全球公有云市场规模预计达到 2,806.06 亿美元，同比增长 24.1%，我国公有云市场规模预计达到 193.09 亿美元，同比增长 56.3%。我国企业出于对信息安全等因素的考虑，对公有云的接受度相对较低，导致我国公有云市场占比低于世界平均水平，随着我国企业对于公有云接受程度的进一步提高，市场潜力将进一步释放。同时，IDC 预测 2020 年中国 IaaS、PaaS、SaaS 市场占比分别为 65.5%、15.3%、19.2%，与全球市场 24.1%、16.0%、59.9%的比例差距较大，SaaS 服务相关业务收入占比目前仍然较低，未来有较大发展空间。

公司与国家工业信息安全发展研究中心、两化融合创新服务联盟联合发布的《中国企业上云指数（2018）》指出，2018 年，全国企业上云比例为 43.9%，较 2017 年的 40.3%整体提升了 3.6 个百分点，但仍有 56.1%的企业尚未使用云平台，预计未来国内企业对上云有着强烈需求。

图 16：2018 年中国企业上云比例

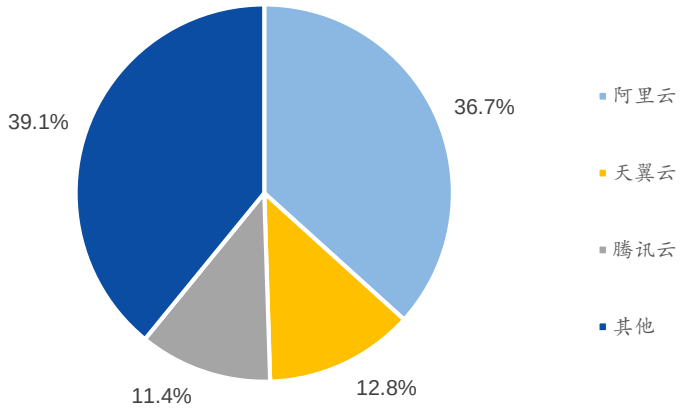


资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，两化融合创新服务联盟，国元证券研究中心

2.2 底座较为成熟，发展 SaaS 基础坚实

根据中国信息通信研究院的数据，我国云计算市场的底座 IaaS 市场发展较为成熟，2019 年，公有云 IaaS 市场规模达到 453 亿元，同比增长 67.4%，受新基建等政策影响，IaaS 市场有望持续攀高。在厂商份额方面，阿里云竞争优势显著，以 36.7%的份额居于公有云 IaaS 市场首位，天翼云、腾讯云分别占据 12.8%、11.4%的市场份额。我国 IaaS 服务提供商已初具规模效应，市场认可度高，较为成熟的技术能够为 SaaS 应用的快速开发部署提供基础。2019 年，以阿里云、腾讯云为代表的云服务商依托自身市场优势，先后推出了“SaaS 服务加速器”、“千帆计划”等战略，助力 SaaS 服务商成长。

图 17：2019 年中国公有云 IaaS 市场竞争格局

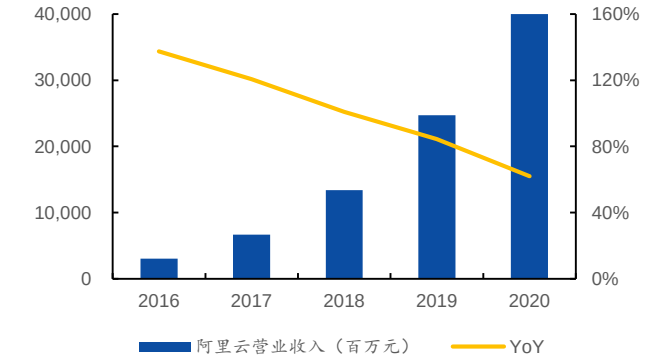


资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究中心

阿里云创立于 2009 年，是全球领先的云计算及人工智能科技公司，为 200 多个国家和地区的企业、开发者和政府机构提供服务。2017 年 1 月，阿里云成为奥运会全球指定云服务商。目前，阿里云在全球 21 个地理区域开放了 63 个可用区，全球合作伙伴数量超过 10,000 家，服务客户超过 10 万家。

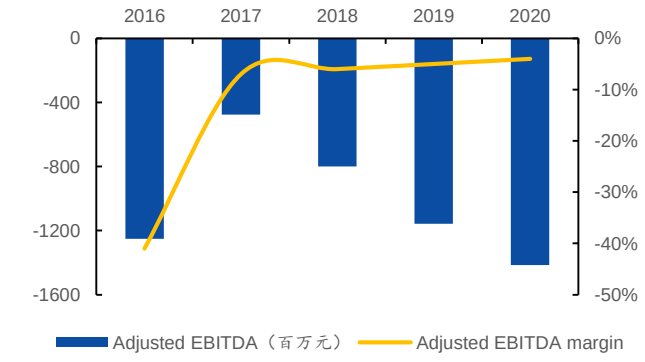
从收入端来看，阿里云一直维持高速增长态势，2020 年营业收入达到 400.16 亿元，作为新兴业务，目前仍处于亏损状态，2020 年调整后利润率为-4%。

图 18：阿里云营业收入情况



资料来源：SEC，国元证券研究中心

图 19：阿里云调整后 EBITDA 情况



资料来源：SEC，国元证券研究中心

腾讯云于 2013 年 9 月正式全面向社会开放，目前，全球基础设施开放了 27 个地理区域，运营 54 个可用区，已助力 10 万+中小企业成功上云。地理区域扩张是腾讯云全球化布局的首要任务，预计 2020 年将陆续上线多个可用区，为更多企业和创业者提供集云计算、云数据、云运营于一体的全球云端服务体验。

内容分发网络(CDN)通过将站点内容发布至遍布全球的海量加速节点，使用户可就近获取所需内容，避免因网络拥堵、跨运营商、跨地域、跨境等因素带来的网络不稳定、访问延迟高等问题，有效提升下载速度、降低响应时间，提供流畅的用户体验。腾讯云 CDN 资源储备遍布全球 50+国家与地区，全网带宽 120Tbps+。中国境内含 1,100+加速节点，覆盖移动、联通、电信及十几家中小型运营商，中国境外含 1,000+加速节点。

图 20：腾讯云 CDN 中国境外节点分布



资料来源：腾讯云官网，国元证券研究中心

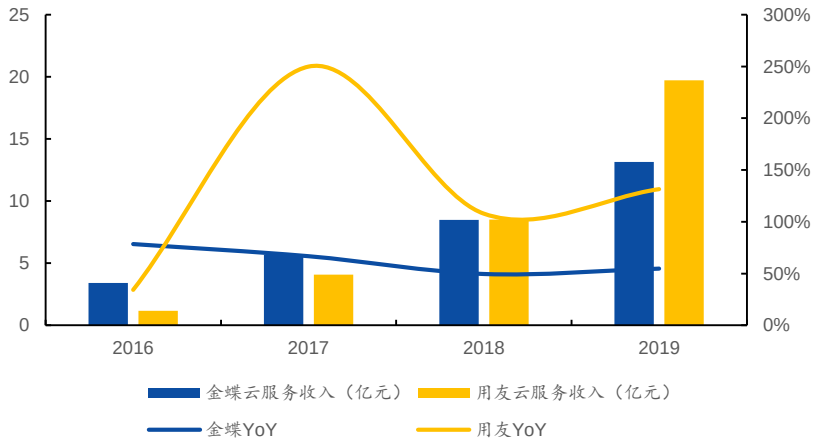
2.3 我国 SaaS 起步较晚，未来成长空间广阔

根据中国信息通信研究院的数据，2019 年，我国公有云 SaaS 市场规模达到 194 亿元，同比增长 34.2%，增速较稳定，与全球整体市场（1095 亿美元）的成熟度差距明显，未来发展空间较大。2020 年，受到新冠疫情影响，预计未来市场的接受周期会缩短，SaaS 市场发展将提速。

除了用友网络，在国内市场，金蝶国际也从事 SaaS 相关的业务。金蝶国际成立于 1993 年，旗下多款云服务产品获得标杆企业的青睐，包括：金蝶云·苍穹（大企业数字共生平台）、金蝶云·星空（成长型企业数字化平台）、金蝶精斗云（小微企业成长服务平台）、云之家（智能协同云）、管易云（企业电商云服务平台）、车商悦（汽车经销行业云）及我家云（物业行业云）等，通过管理软件与云服务，已为世界范围内超过 680 万家企业、政府等组织提供服务。金蝶国际与华为云、亚马逊 AWS、阿里云、腾讯云等均达成了战略合作，并已加入腾讯云“千帆计划”。

金蝶国际在云服务业务方面布局较早，2016 年以来，云服务收入增速保持较快增长，预计 2020 年云服务收入将增长 60%以上，占营业收入比例将达到 60%。2018 年起，用友网络的云服务业务收入反超金蝶国际。

图 21：用友和金蝶云服务收入对比



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

从全球市场来看，Salesforce 是海外 SaaS 服务龙头，主要提供 CRM 服务；SAP、Oracle 聚焦 ERP 等领域，同时致力于向云服务全力转型。

SAP 于 1972 年在德国成立，是 ERP 领域的龙头企业。SAP 官网显示，SAP 客户，遍布全球 180 个国家和地区，覆盖 92%的《福布斯》全球企业 2,000 强。SAP 自 1995 年起布局中国市场，中国客户已经超过 1.5 万，其中 80%为中小企业。

目前 SAP 已将自身的业务与大数据和云计算融合，云收入持续快速增长。

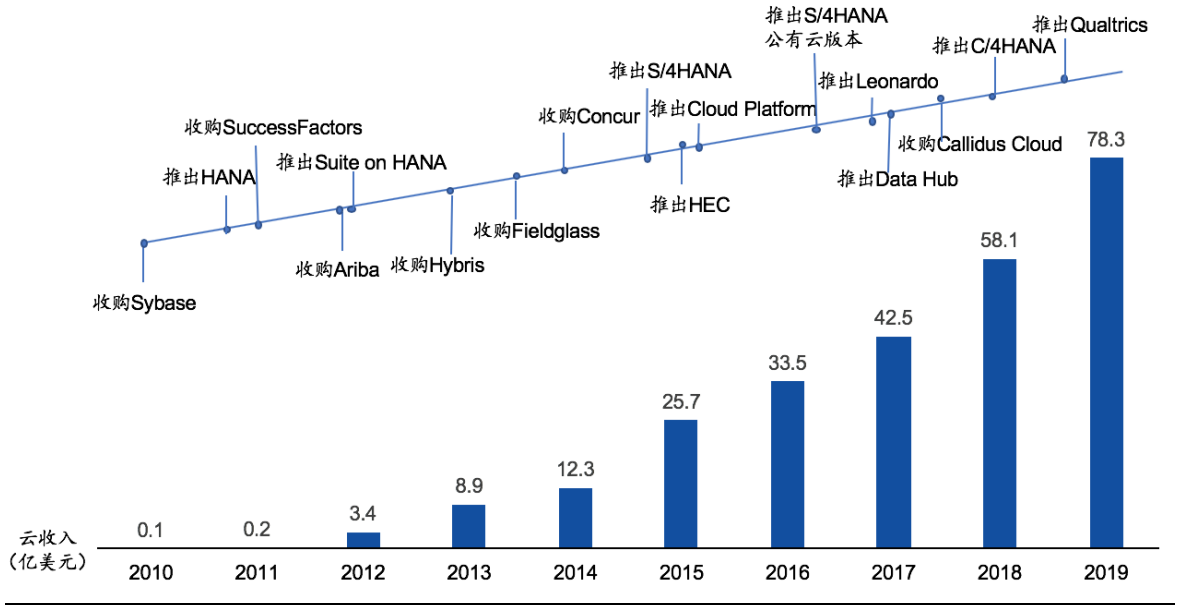
图 22：SAP 平台技术赋能企业端到端业务流程



资料来源：搜狐网，国元证券研究中心

回顾 SAP 的云业务转型历程，可以发现 SAP 在通过战略收购不断快速完善云业务布局的同时，也在积极推进核心 ERP 业务云化转型，实现了云服务产品的全面布局。

图 23：SAP 云转型之路

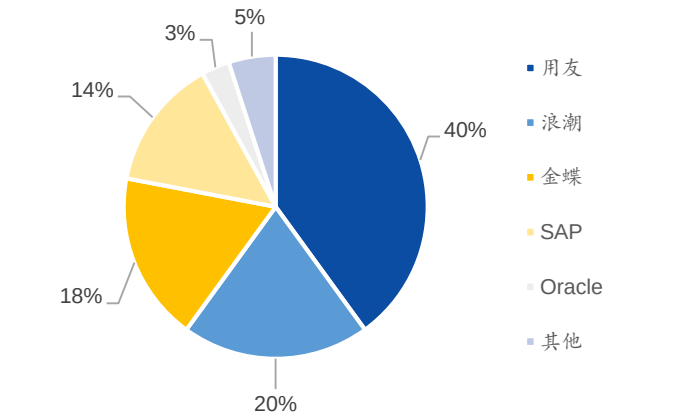


资料来源：2019 年 SAP 云大会，SEC，国元证券研究中心

3.业务融合发展，加速构建生态

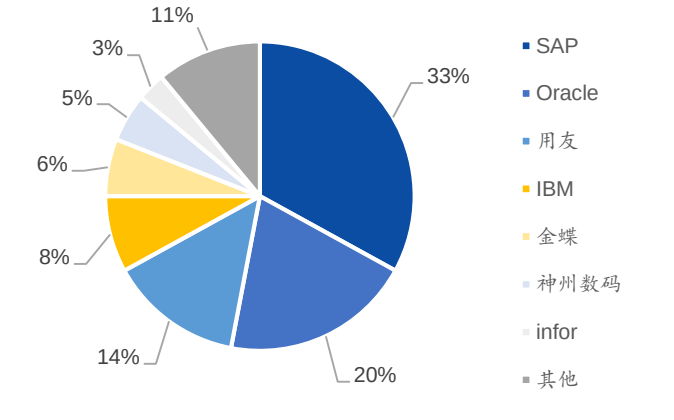
据前瞻产业研究院统计，国内整体 ERP 市场中，公司以 40%的市场份额位居 2018 年整体 ERP 市场首位，而在国内高端 ERP 市场中，SAP 市场份额达 33%，公司以 14%的市占率排名第三。由于大型企业客户对国外软件依赖度较高，本土厂商暂时处于相对劣势。

图 24：2018 年中国整体 ERP 市场格局



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

图 25：2018 年中国高端 ERP 市场格局



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

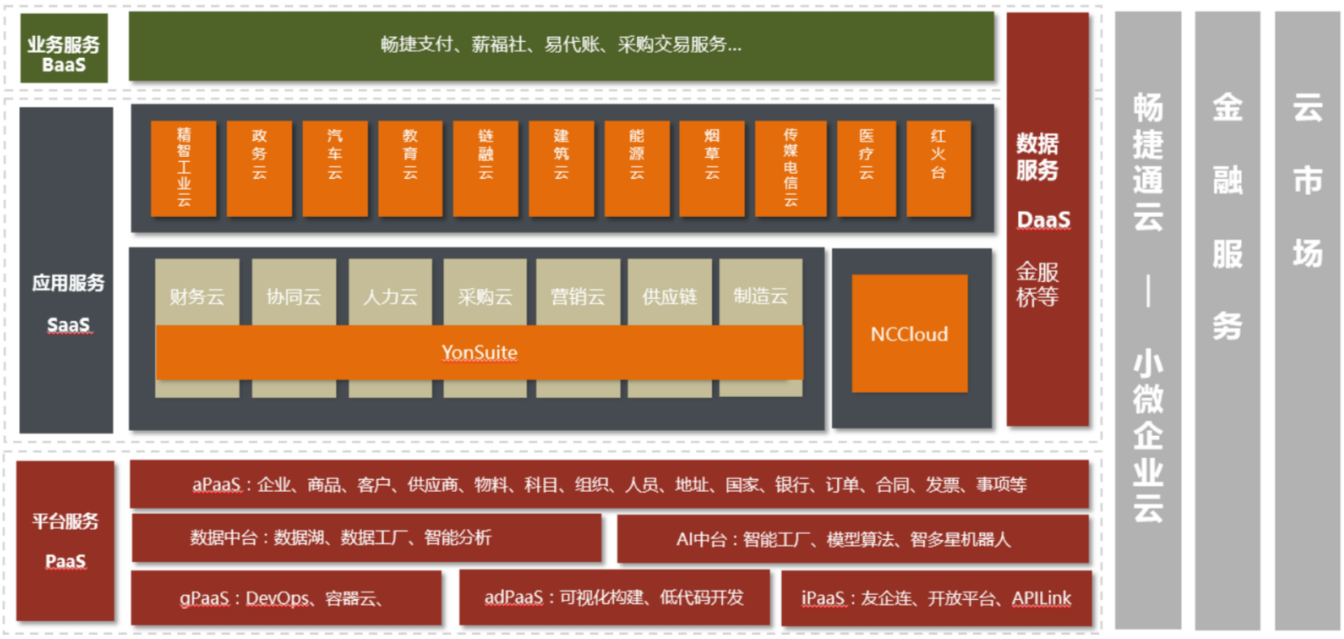
从国内市场来看，在新基建全面启动的背景下，高端 ERP 市场渗透率进一步提升，公司作为长期服务大型企业的软件厂商，有望通过新一代云服务产品提升在高端产品市场的占有率，在大型企业市场中逐步替换国际厂商的系统。

在用友 3.0 战略新时期，公司形成了以企业云服务为核心业务，云服务、软件、金融服务融合发展的新战略布局。公司基于移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代信息技术，按照商业创新平台（BIP）的理念，充分发挥技术与商业相结合的优势，通过构建和运营全球领先的企业云服务平台，提供覆盖多领域、多行业的企业服务，包括在营销、制造、采购、金融、财务、人力、协同、平台服务等领域为客户提供数字化、智能化、高弹性、安全可信、全球化、社会化、平台化、生态化的企业云服务与解决方案，使商业创新（包括业务创新和管理变革）变得简单、便捷、大众化、社会化。

3.1 全力推进云服务，持续快速成长

公司通过用友 iuap 向客户和生态伙伴提供云平台服务（PaaS），包括开发、集成、运行、运维、运营、公共应用与业务、基础数据、智能化等服务。用友云市场致力于满足企业客户一站式购买企业服务和一体化应用需求，设有云平台服务、企业应用服务、行业云、云解决方案等，与生态伙伴共同赋能各类企业和公共组织。公司的云服务经营模式为向企业客户与公共组织提供 PaaS、SaaS、BaaS、DaaS 等服务，收入主要是平台服务收入、应用服务收入、运营服务收入、信息和数据服务收入、平台交易收入（含分成收入）、推广第三方厂商应用服务获得的分润收入以及其他增值服务收入等。

图 26：云服务经营模式



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据赛迪顾问的统计，公司 2019 年获得 SaaS 市场、工业云领域市场、企业级应用软件市场、ERP 软件市场、财务管理软件市场、人力资源管理软件市场、客户关系管理软件市场、企业资产管理软件市场等多项中国市场占有率第一。

根据公司 7 月 1 日发布的《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》，公司拟向不超过 35 名特定投资者发行 A 股股票，拟募集资金总额不超过人民币 643,000 万元，募集资金将用于用友商业创新平台 YonBIP 建设项目、用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目、补充流动资金及归还银行借款。

表 4：非公开发行股票募集资金用途

项目名称	募集资金投入额（万元）	项目介绍
用友商业创新平台 YonBIP 建设	459,713	YonBIP 是数字经济时代面向成长型企业、大型企业及巨型企业的数字化平台，其融合了先进且高可用技术平台和公共与关键商业应用与服务，力图构建一个社会化商业的应用级基础设施和企业服务产业的共享共创平台。YonBIP 以平台化服务、生态化发展为核心理念，目标是服务超过千万家的企业客户、汇聚超过十万的企业服务的生态伙伴、连接超过亿人的社群，实现千亿营收。
用友产业园（南昌）三期研发中心建设	62,787	用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目将在南昌建成公司位于我国中部的研发中心、产品测试中心、数据存储及管理中心和展示中心。依托我国中部地区人力资源成本优势，用友产业园的建设将有效降低公司的研发成本，并提升公司在中部地区的客户覆盖范围。
补充流动资金及归还银行借款	120,500	公司拟将本次非公开发行股票募集的部分资金用于补充流动资金及归还银行借款，优化资产负债结构，降低财务成本，提升持续盈利能力，满足公司快速、健康、可持续发展的资金需求。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

从全球信息技术产业演变来看，平台化继续加速，融合新一代 PaaS 技术平台、5G、

人工智能、区块链、公共与关键应用与服务的企业云服务平台将成为继 IaaS 之后全球计算产业新一轮竞争的焦点，商业创新平台的构建迫在眉睫。商业创新平台是利用新一代数字化和智能化技术，实现企业业务创新和管理创新的综合服务平台，包括技术服务平台和公共和关键的商业应用和服务，两者融为一体，支撑企业商业创新。数字化、智能化、全球化、社会化（商业）、安全可信是该平台的关键特性。

图 27：YonBIP 整体架构



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究中心

2020 年 8 月 6 日，用友商业创新平台 YonBIP 正式发布，标志着用友 3.0 战略实施进入第二个阶段，云服务从产品服务模式升维到平台服务模式。

图 28：用友商业创新平台 YonBIP 正式发布



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究中心

YonBIP 的低代码开发平台 YonBuilder 面向包括原厂开发、ISV 开发、本地化开发、企业自建、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。未来企业商业创新将面临更加复杂的 IT 环境，如多云、多终端等，YonBIP 集成连接平台 APIlink 可以在公有云、混合云、私有云环境下连接任何应用、数据、设备，实现低成本、快速、便捷的应用连接和集成。同时可以轻松连接企业产、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，全面助力商业创新。

根据 Gartner 的预测，2019 年我国企业的 IT 支出将达到 2.7 万亿元，对应 2016-2019 年 CAGR 为 5%，扣除通信服务支出后总支出约为 1.2 万亿元，其中软件与 IT 服务支出增速明显高于硬件支出。在数字化转型大趋势下，我国企业对于企业级应用软件服务的需求将持续旺盛，新一代基于云计算、SaaS 服务的应用软件市场空间依然广阔。当下企业数字化转型需求迫切，率先完成数字化转型的企业将能够有效提升运营能力与管理能力，增强核心竞争力。YonBIP 平台的建设有望助力公司完成平台化运营的商业转型，并在未来激烈的市场竞争中抢占先机。

3.1.1 顺应客户需求，推出多款云 ERP

公司定义的云 ERP 是核心 ERP+创新云服务，其核心功能仍为人、财、物、客集成一体化应用，但通过 Open API 开放平台，能够与外层的采购服务、营销服务、财务服务、协同服务、人力服务、金融服务等各种云服务紧密融合在一起。目前公司提供的云 ERP 产品主要包括 NC Cloud、U8 Cloud、YonSuite。

NC Cloud：为解决企业数智化转型难题，2019 年 1 月，公司推出 NC Cloud 大型企业数字化平台。作为开放、互联、融合、智能的一体化云平台，NC Cloud 聚焦数字化管理、数字化经营、数字化商业，面向 14 个行业大类，68 个细分行业提供 18 大领域数字化方案，全面落地企业数智化转型战略。NC Cloud 基于云原生架构，全面融入互联网思维与中台理念，深度应用数字技术，重塑用户体验，重构传统 IT 架构，完全自主安全可控，可支撑大中型及超大型集团企业混合云部署方案，以此构建数字营销、智能制造、进化型组织、共享财务、全球司库、数字采购、数据驱动等，为企业数智化建设提供强有力的支撑。

图 29：NC Cloud 消除信息孤岛



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究中心

同时，NC Cloud 共享服务可实现全业务共享，支撑费用共享、应收共享、应付共享、合同共享、资金共享、资产共享和总账共享，并与供应链、资产管理等业务系统无缝集成，实现企业业务、财务、资金、税务一体化，对内对外做好业务协同、社会化连接，帮助企业完成三流合一（业务流、资金流、信息流）、形成管理闭环，消除信息孤岛。

U8 Cloud：U8 Cloud 发布于 2017 年 7 月，其聚焦成长型、创新型企业，提供企业级云 ERP 整体解决方案，全面支持多组织业务协同、营销创新、智能财务、人力服务，构建产业链制造平台，融合用友云服务，实现企业互联网资源连接、共享、协同，赋能中国成长型企业高速发展、云化创新。

图 30：U8 Cloud 整体架构



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

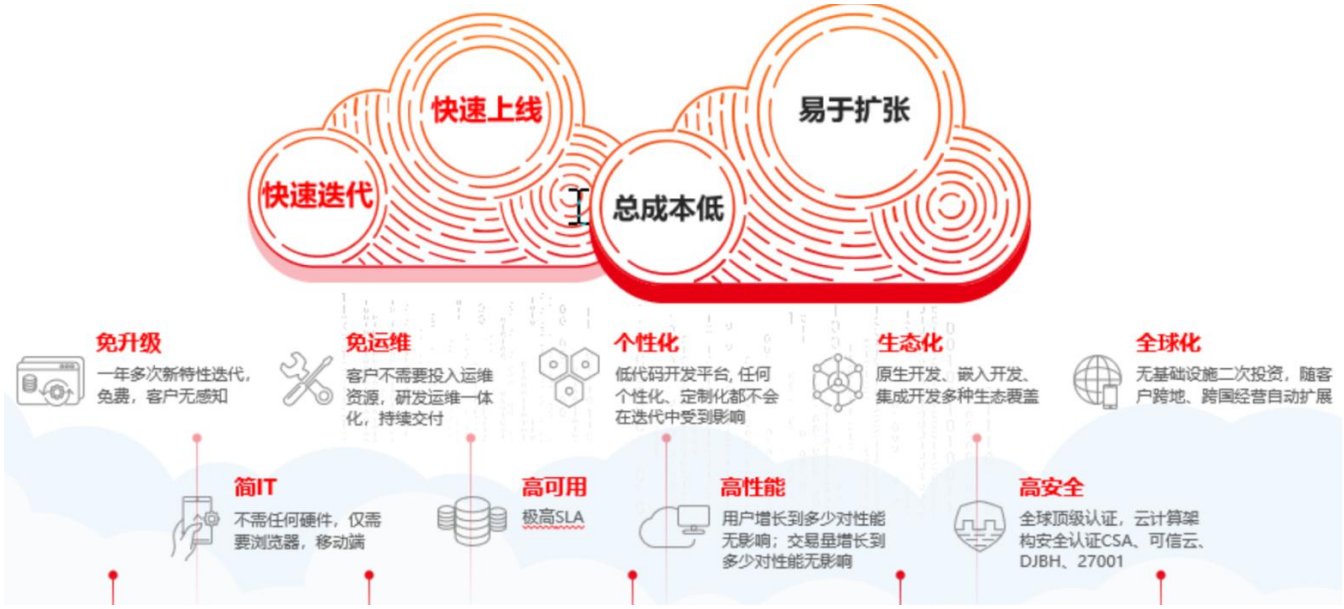
在财务管控方面，U8 Cloud 能满足智能财务新模式，通过用友云与客户、供应商、服务商等产业链伙伴进行实时交易和财务信息共享与传递，使多组织企业的智能化财务核算、财务管理与财务分析更高效。在集团购销方面，U8 Cloud 支持灵活设置购销组织间的关系，轻松实现扁平化和平台化管理，因此能够保证供应链上下游组织之间的供应和需求信息的精准传递与快速对接，以提高物资和信息的周转速度，逐步消除冗余物资，最终实现供应链条上的零库存。

YonSuite：YonSuite 是基于云原生设计，分层架构实现的一体化云服务，可为企业实现交易在线、经营在线、管理在线、协同在线、生态在线五大在线服务方案。公有云服务最大的价值就是快速上线，无需安装部署，开箱即用；产品快速迭代、易于扩张、按需购买，而且无须购买 IT 设备，总成本低，是成长型企业数字化首选。

iuap5.0 平台为 YonSuite 提供了一套领先的数据架构，可以实现各个功能模块的灵

活调用与组合，有效提升了系统运作效率与用户体验。YonSuite 作为公司在 3.0 时期的代表性产品，融入了生态的理念和框架，与华为云深度融合，未来将致力于为成长型企业提供“营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台”一体化，支持企业全球化经营、社会化商业的云服务包。

图 31：基于云原生设计的 YonSuite



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.1.2 联手合作伙伴，打造云市场

用友云市场是专业的企业云服务市场，致力于满足企业客户一站式购买企业服务和一体化应用的需求，设有云平台服务、企业应用服务、行业云、云解决方案等。

图 32：云市场优选商城



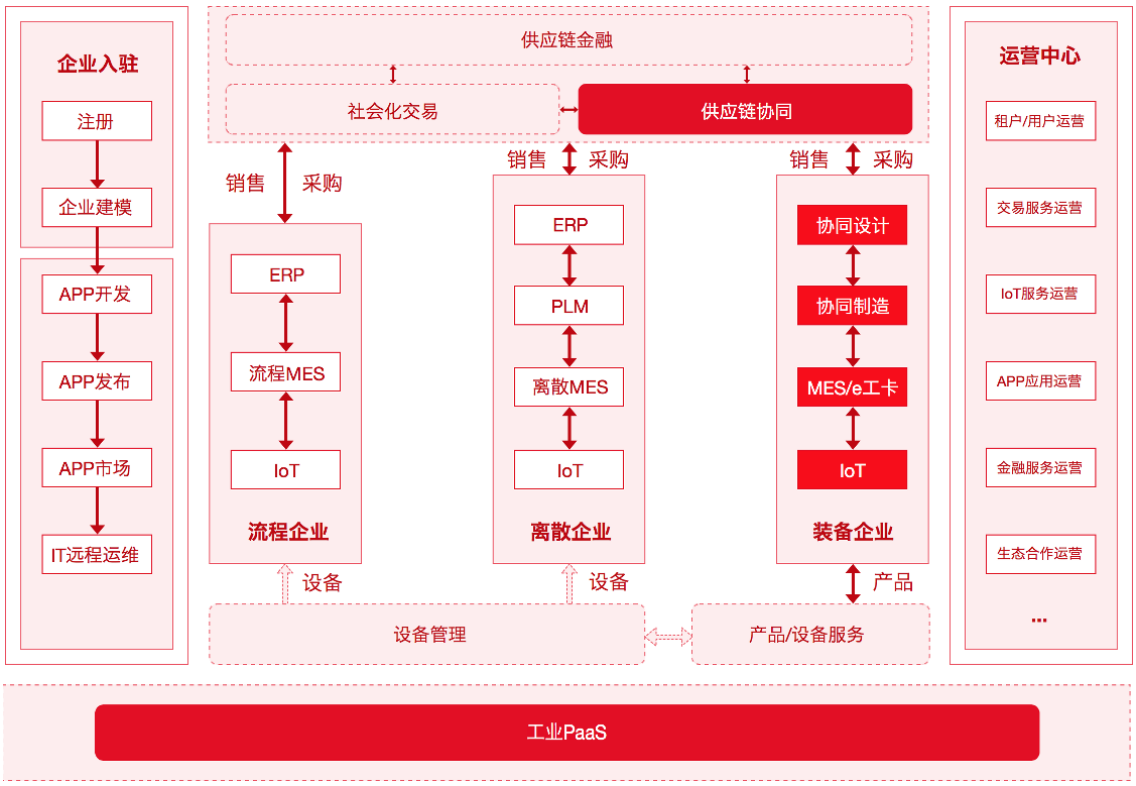
资料来源：公司官网，国元证券研究中心

根据公司官网，目前入驻云市场的优秀 ISV 遍布全国，提供围绕云计算产品的企业软件应用及服务，包括但不限于企业软件、企业服务、行业软件、企业应用、ISV 产品市场等。云市场提供完备的服务监管来保证用户的利益，并把更多的产品、品牌及销售资源赋能商家。截至 2020 年 8 月，用友云市场入驻伙伴已突破 7000 家，入驻产品和服务突破 11000 个，已成为国内领先的企业服务应用商城。

3.1.3 领先的精智工业互联网平台

用友精智工业互联网平台基于强大的中台能力，构建企业与社会资源之间的全要素、全产业链、全价值链连接，提供社会级交易服务、协同服务、金融服务及云化管理服务。精智平台以开放的生态体系，帮助工业企业数字化转型，促进生产方式乃至商业模式的变革。

图 33：用友精智工业互联网平台整体业务流程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

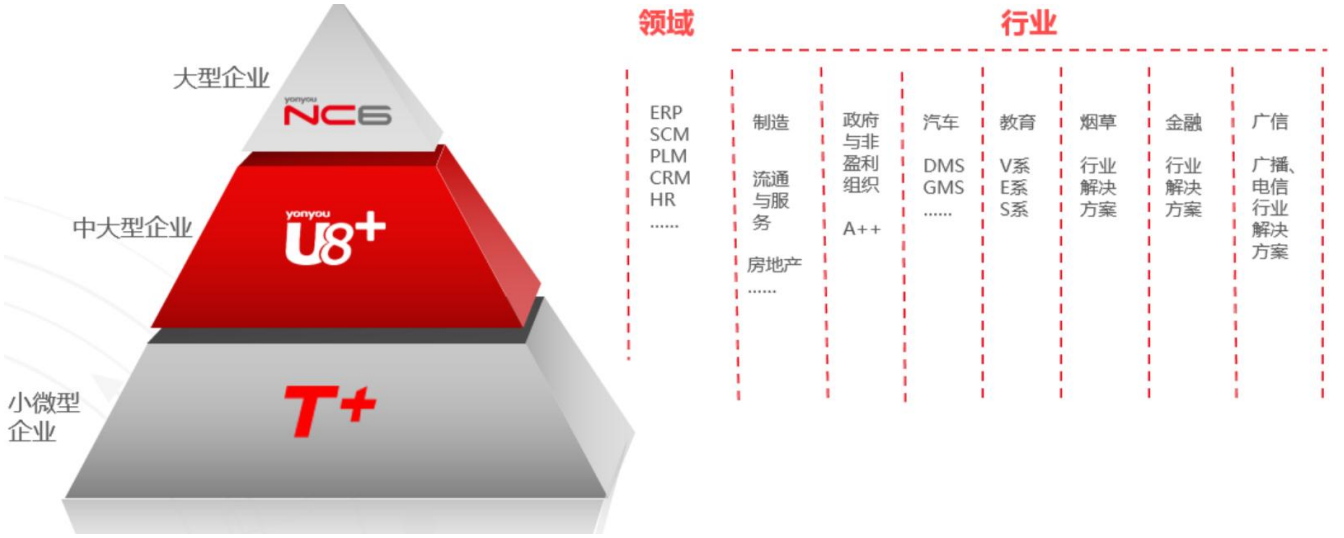
根据公司官网，目前平台注册企业达 467,044 家，链接设备 571,253 台套，活跃用户多达 1,981,826 人。精智平台于 2019 年 11 月成功入选工信部“2019 年十大跨行业跨领域工业互联网平台”名单，成为十家双跨平台之一。在 2019 年 8 月 24 日的“2019 全球企业服务大会”上，精智平台 2.0 正式启动，向数字化、网络化、智能化迈进。截至 2019 年 11 月，用友精智工业互联网平台成功与 13 个省市政府达成战略签约，入围 30 省市服务厂商目录/资源池，致力于推动各地工业企业上云和数字化转型。

3.2 受云转型影响，软件业务逐步萎缩

公司软件业务发展历程较长，能够针对客户规模的差异提供相应的解决方案和专业服务。软件业务按照客户类型可以分为面向大型企业的解决方案与专业服务业务、面向中型企业的软件产品与解决方案业务、面向小微企业的软件包业务、面向行业和领域的解决方案与专业服务业务。2018 年，公司正式通过全球软件领域最高级别 CMMI5 级认证评估，具备了全球顶级的软件成熟度及软件项目管理能力。

公司面向小微企业的软件包业务主要由子公司畅捷通信息技术股份有限公司提供。畅捷通聚焦小微企业财务及管理服务，面向不同成长阶段的小微企业提供专业的会计核算及进销存等管理软件，采用标准化产品分销销售模式，收入主要为标准产品许可、产品支持与运维服务收入。面向汽车、金融、烟草、广电和电信、餐饮等行业业务，由公司各控股子公司提供标准产品及解决方案，收入主要是产品许可收入、产品支持与运维服务收入、咨询实施收入等。

图 34：公司软件业务布局



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.3 金融业务控风险，坚持稳健发展

金融服务业务主要包括面向企业的支付服务业务和互联网投融资信息服务业务等，前者面向企业级市场，旨在为企业及公共组织客户提供方便、快捷与低成本的支付服务；后者致力于提供专业的全流程金融信息服务，打造安全、便捷、丰富的互联网投融资信息服务平台。

公司的互联网投融资信息服务业务由控股子公司深圳前海用友力合金融服务有限公司提供，2019 年，互联网投融资信息服务业务坚持稳健经营策略，持续推进业务转型与升级，满足监管政策发展与自身发展需求，未来友金所将继续按照金融监管部门的指引与要求转型升级服务业务及经营模式。

公司的企业支付服务主要由控股子公司北京畅捷通支付技术有限公司开展，2020 年 7 月 1 日，公司发布《关于转让控股子公司北京畅捷通支付技术有限公司股权暨关联

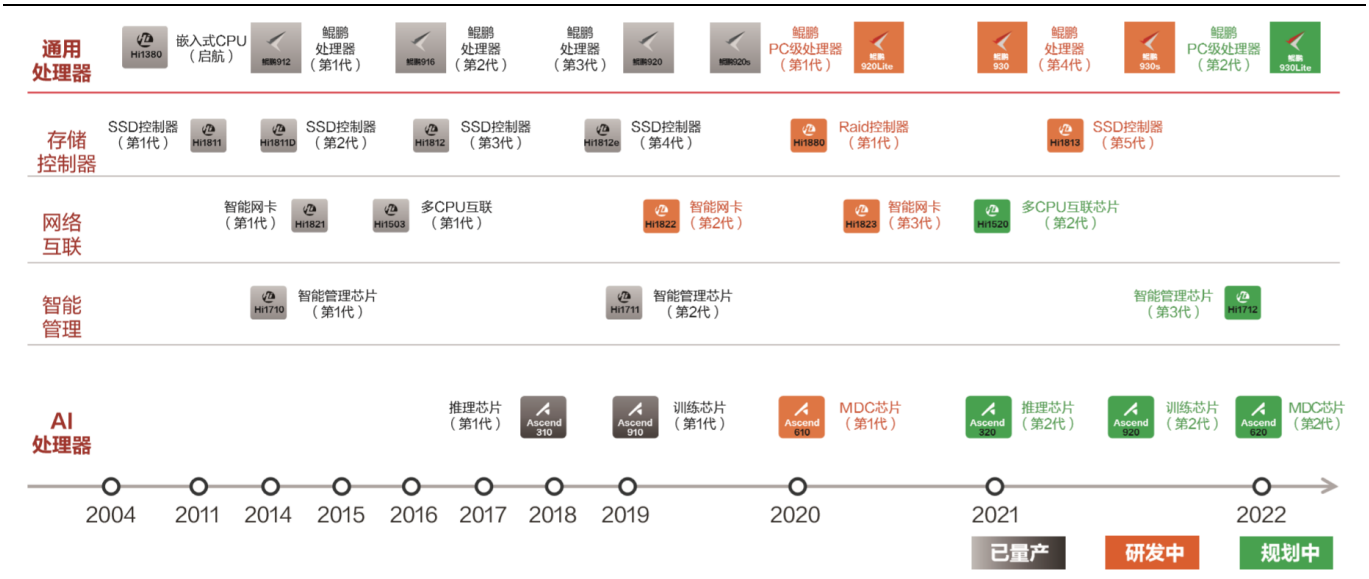
交易的公告》，拟将畅捷通支付 80.72%的股权转让给北京用友融联科技有限公司，转让完成后公司不再持有畅捷通支付股权。畅捷通支付的转让有利于公司聚焦云服务主业，符合公司长远战略布局。

4.融入鲲鹏生态，借力国产浪潮

IDC 预测，到 2023 年，全球计算产业投资空间 1.14 万亿美元，中国计算产业投资空间 1043 亿美元，接近全球的 10%，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎。面对如此庞大的市场，国内厂商表现不尽如人意，国产软硬件产品在性能、生态建设等方面与海外同类型产品存在较大差距。为此，在“十二五”、“十三五”期间，国家通过核高基重大专项、国家重点研发计划、电子信息产业发展基金等方式持续加速推动国内 IT 产业的发展。“信息技术应用创新工作委员会”于 2016 年 3 月 4 日成立，是由 24 家从事软硬件关键技术研究、应用和服务的单位发起建立的非营利性社会组织。面对信创行业的战略机遇，公司近年来积极与华为展开合作，以建设鲲鹏生态、达成双方互利共赢的格局为最终目标，双方在产品开发、解决方案的推出等方面均有一定合作成果。

鲲鹏计算产业是基于鲲鹏处理器构建的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务，包括鲲鹏 PC、鲲鹏服务器、存储、操作系统、中间件、虚拟化、数据库、云服务、行业应用以及咨询管理服务等。华为作为鲲鹏计算产业的成员，聚焦于发展鲲鹏处理器的核心能力，通过战略性、长周期的研发投入，吸纳全球计算产业的优秀人才和先进技术，构筑鲲鹏处理器的业界领先地位，为产业提供绿色节能、安全可靠、极致性能的算力底座。

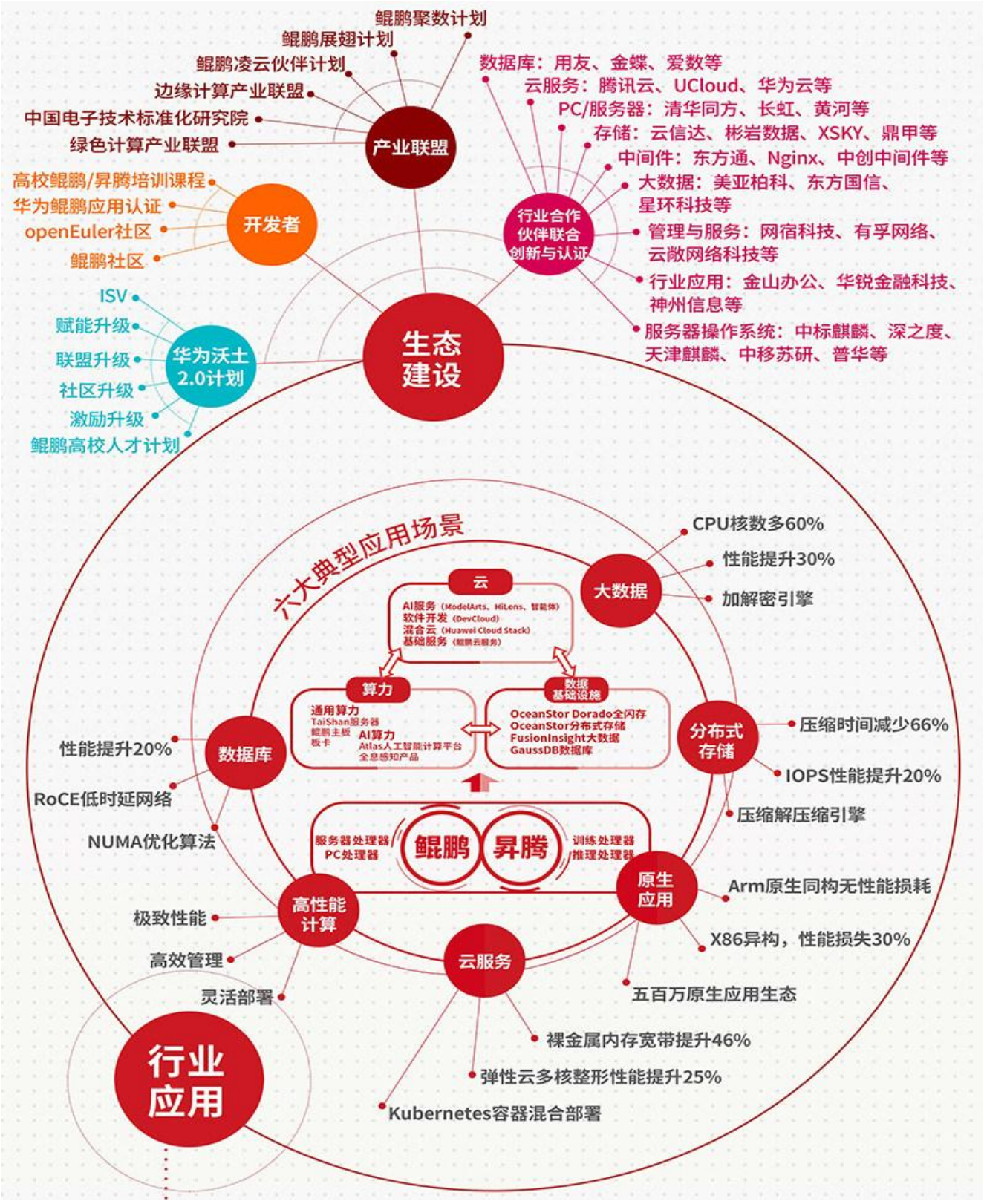
图 35：鲲鹏芯片族的“量产一代、研发一代、规划一代”策略



资料来源：《鲲鹏计算产业发展白皮书》，国元证券研究中心

上下游厂商基于鲲鹏处理器发展自有品牌的产品和解决方案，和系统软件及行业应用厂商一起打造有竞争力的差异化解决方案。面向千行百业的应用发展牵引 ICT 技术的持续创新，各领域涌现出的新行业领先者将聚拢产业力量、主导行业发展方向，最终形成具有全球竞争力计算产业集群。硬件厂商基于开放的服务器主板和 PC 主板发展自有品牌的产品和解决方案，软件厂商基于 openEuler 的开源 OS 以及配套的数据库、中间件等平台软件发展应用软件和服务。

图 36：鲲鹏计算产业全景图



资料来源：凤凰网，国元证券研究中心

2016 年 1 月，公司与华为签署了全面战略合作协议并发布企业私有云联合解决方案，此后，双方不断深化战略合作，2019 年发布的 NC Cloud+GaussDB 是双方构建鲲鹏产业生态的重要进展。2020 年 3 月 27 日，华为开发者大会 2020 开幕，会上华为宣布在 2020 年投入 2 亿美元推动鲲鹏计算产业发展，此举将继续推动用友云和华为云的深度融合发展。

图 37：公司与华为合作历程



资料来源：国元证券研究中心整理

华为云作为领先的云服务提供商，提供稳定可靠、安全可信、可持续创新的云服务，为企业的数字化转型和智能化升级，提供多元化云服务支持。为了更好的应对客户诉求，在基础设施层面，公司选择华为云作为底座，借力华为云的基础设施能力帮助行业用户实现云端创新、重塑商业场景。华为分布式 OLTP 数据库 GaussDB 采用鲲鹏处理器，支持单机、分布式和两地三中心三种部署模式，可有效应对 5G、IoT、移动互联网带来的井喷式数据量增长。

用友 iuap，基于华为云部署企业数字化应用平台，由“3+2+1”，即技术、业务、数据三个平台，混合云、生态两个服务，以及一个低代码开发平台构成，为企业快速开发行业应用提供有力支撑，助力新技术简单、快速、高效的融入到企业业务中，实现零定制、高复用、易积累，加速企业创新升级。目前，公司的 NC Cloud 和华为云鲲鹏云服务、华为云 RDS 数据库服务等产品的迁移适配工作已经完成，已有多个商用伙伴使用基于华为云鲲鹏云服务的 NC Cloud，整体应用效果良好。

公司和华为在企业服务上具有高度的互补性，双方的技术、产品与服务能够进行深度融合，从而为客户创造更优质的产品和服务体验。公司多年来一直坚持生态共荣、与伙伴共生的理念，面向企业云服务的历史性机遇，未来公司将更加广泛地连接各类型生态伙伴，共同推动企业服务生态圈的发展壮大。

5.盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是全球领先的企业与公共组织云服务、软件、金融服务提供商，产品与服务涉及营销、制造、采购、金融等多个领域，主要客户覆盖超过 60%的中国 500 强企业，用户粘性高，营销服务网络完善。2020 年，公司进入 3.0-II 时代，YonBIP 平台正式发布，标志着公司云服务从产品服务模式逐步升级到平台服务模式。目前，公司营业收入主要由四大部分构成：软件产品、技术服务及培训、主营业务-其他、其他业务，我们按照这四个维度来预测公司未来收入情况。

1. **软件产品：**软件产品属于公司的传统业务。近年来，公司加大力度推进云化转型，商业模式逐步改变，软件产品的收入增速逐步放缓。过去两年该业务的收入增速分别为 4.90%、2.23%，预测该业务未来三年保持小幅增长的态势，增速分别为 1.86%、1.21%、0.63%。毛利率方面，软件产品毛利率一直维持在高位，且波动小，过去两年维持在 98-99%的区间，预测未来三年毛利率保持稳定，分别为：98.33%、98.33%、98.34%。

2. **技术服务及培训：**公司的技术服务及培训业务主要包括金融服务及用友 3.0 战略中大力推进的云服务等，短期内该业务的收入可能会受到公司处置支付业务的影响，但云服务业务的收入连续三年实现倍增，2020 年上半年收入仍呈现高增长态势，随着下游客户对云服务接受度的不断改善，该业务收入有望持续稳健增长，占主营业务比例不断扩大。预测技术服务及培训业务未来三年收入增速分别为 19.32%、25.83%、22.91%。毛利率方面，过去两年毛利率分别为 53.86%、48.27%，预测未来三年毛利率较 2019 年有所改善，分别为 48.35%、48.70%、49.07%。

3. **主营业务-其他：**该业务体量较小，过去两年收入增速分别为：29.01%、-17.50%，预测未来三年增速分别为：8.07%、7.52%、6.84%。毛利率方面，过去两年稳定在 20%左右，预测未来三年保持稳定，维持在 19-20%的区间。

4. **其他业务：**该业务收入体量较小，过去两年收入增速分别为 34.93%、12.61%，预测未来三年增速维持在 9-12%的区间，且呈现下滑的态势。毛利率方面，过去两年稳定在 89-90%的区间，预测未来三年仍然保持稳定，且维持在 90-91%的区间。

表 5：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
软件产品					
收入	2690.02	2750.00	2801.15	2835.04	2852.91
增长率	4.90%	2.23%	1.86%	1.21%	0.63%
毛利率	98.49%	98.32%	98.33%	98.33%	98.34%
技术服务及培训					
收入	4594.99	5336.07	6367.00	8011.60	9847.05
增长率	32.64%	16.13%	19.32%	25.83%	22.91%
毛利率	53.86%	48.27%	48.35%	48.70%	49.07%
主营业务-其他					
收入	158.27	130.57	141.11	151.72	162.10
增长率	29.01%	-17.50%	8.07%	7.52%	6.84%
毛利率	20.55%	18.96%	19.00%	19.26%	19.69%
其他业务					
收入	260.21	293.01	327.68	363.59	398.57
增长率	34.93%	12.61%	11.83%	10.96%	9.62%
毛利率	89.22%	89.90%	90.29%	90.52%	90.65%
合计					
收入	7703.50	8509.66	9636.94	11361.95	13260.63
增长率	21.44%	10.46%	13.25%	17.90%	16.71%
毛利率	69.95%	65.42%	63.87%	62.03%	60.56%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

从公司所处的细分市场和行业地位来看，国内 A 股市场的可比公司有：广联达（建筑信息化市场）、恒生电子（证券基金 IT 市场）、石基信息（酒店、零售信息管理系统市场）、金山办公（国产办公软件市场）。根据 Wind 一致预期，公司 2020 年的 PE 估值水平与四家可比公司的平均水平较为接近，到 2022 年，公司的估值水平高于可比公司的平均水平。考虑到未来的成长潜力，我们认为公司目前的 PE 估值水平是合理的，具备较好的投资价值。

表 6：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002410.SZ	广联达	73.63	872.10	0.20	0.36	0.57	0.77	371.00	202.19	129.25	96.03
600570.SH	恒生电子	114.25	1,192.87	1.36	1.27	1.57	1.95	84.25	90.26	73.00	58.49
002153.SZ	石基信息	33.72	361.05	0.34	0.33	0.45	0.53	98.11	102.01	75.10	64.16
688111.SH	金山办公	319.03	1,470.73	0.87	1.69	2.57	3.55	367.15	189.13	124.31	89.94
平均		-	-	-	-	-	-	**230.13**	**145.90**	**100.42**	**77.16**
600588.SH	用友网络	43.79	1,422.62	0.36	0.30	0.35	0.41	120.49	148.32	125.58	106.10

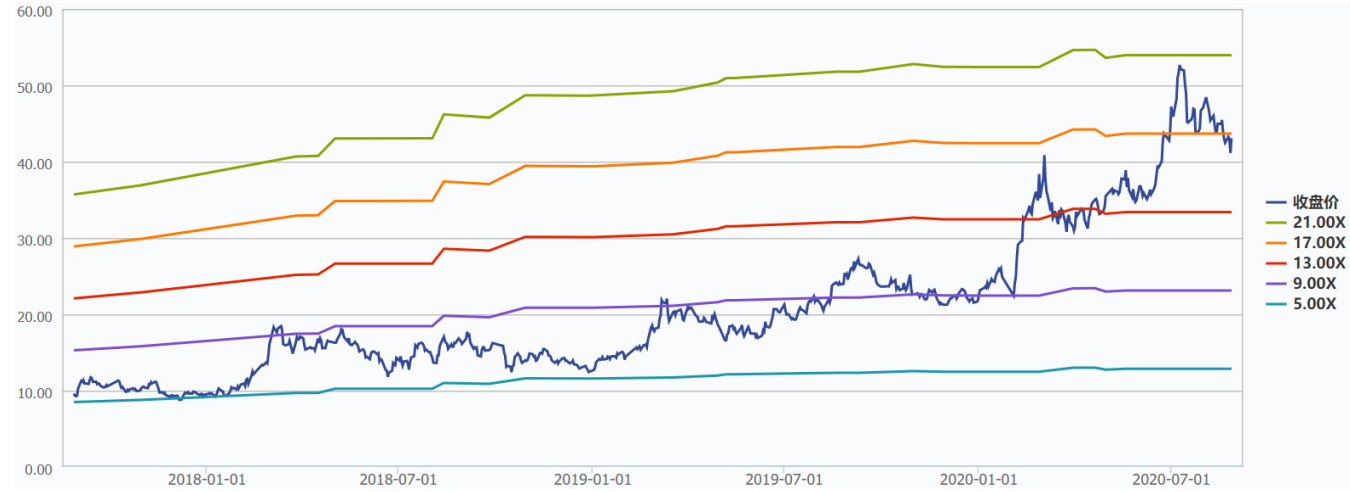
资料来源：Wind，国元证券研究中心　　注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 8 月 28 日

投资建议：

公司是全球领先的企业与公共组织云服务、软件、金融服务提供商，近年来积极开展云服务进行业务转型，成效显著。随着国产软件替代加速，公司传统软件业务有望充分受益，从中长期来看在国内的市占率有望持续提升。公司云服务业务按照业务形态可细分为 PaaS、SaaS、BaaS、DaaS 等，其中 PaaS 领域的精智工业互联网平台入选工信部十大跨行业跨领域工业互联网平台清单，同时各省份在积极推进相关建设；SaaS 方面，公司相继发布了 U8 Cloud、NC Cloud、YonSuite 等云 ERP 产品，产品线齐全。2020 年，公司持续深化与华为的合作，YonBIP 平台正式发布，未来有望加速成长。

综上，我们预测公司 2020-2022 年营业收入为 96.37 亿元、113.62 亿元、132.61 亿元，归母净利润为 9.61 亿元、11.35 亿元、13.44 亿元，EPS 为 0.30、0.35、0.41 元/股。公司目前处于转型期，研发等费用投入较多，采用 PS 估值法较为合理，过去三年 PS 主要运行在 5-20 倍之间，考虑到公司持续推动云转型，在信创产业大发展的背景下，PS 估值水平有望逐步提升，维持公司 2020 年 18 倍的目标 PS，对应目标价为 53.39 元，维持“增持”评级。

图 38：用友网络过去三年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

6.风险提示

1. 宏观经济下行，新冠肺炎疫情，可能导致下游客户需求释放缓慢；
2. 云服务转型推进不及预期；
3. 互联网投融资信息服务业务政策风险；
4. 人才流失等。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8340.11	10168.32	12200.79	13281.83	14529.83
现金	5530.81	7147.45	8668.94	9244.74	10008.50
应收账款	1389.93	1234.21	1648.53	1980.27	2284.67
其他应收款	393.44	456.29	521.36	609.00	700.16
预付账款	65.64	90.46	97.14	113.04	131.28
存货	21.77	22.86	33.28	41.67	50.72
其他流动资产	938.51	1217.05	1231.54	1293.11	1354.50
非流动资产	6880.79	7370.07	6853.94	7171.73	7525.17
长期投资	1702.89	1781.94	1803.27	1846.52	1869.61
固定资产	2073.15	2509.50	2507.22	2509.10	2524.74
无形资产	875.92	870.24	1011.30	1156.20	1311.25
其他非流动资产	2228.83	2208.38	1532.15	1659.91	1819.57
资产总计	15220.90	17538.38	19054.73	20453.56	22055.00
流动负债	7324.16	9112.40	9700.87	10368.98	11086.89
短期借款	3156.40	4235.54	4346.42	4565.32	4696.58
应付账款	455.62	597.05	691.45	810.68	939.33
其他流动负债	3712.13	4279.80	4663.00	4992.98	5450.98
非流动负债	244.78	131.79	137.95	168.15	196.22
长期借款	171.67	45.00	66.32	89.89	115.85
其他非流动负债	73.11	86.79	71.63	78.26	80.37
负债合计	7568.93	9244.19	9838.82	10537.13	11283.11
少数股东权益	1081.27	1121.56	1241.32	1380.50	1537.11
股本	1917.83	2503.90	3255.07	3255.07	3255.07
资本公积	2120.76	1762.11	1010.94	1010.94	1010.94
留存收益	2613.13	3391.81	3701.84	4276.92	4969.68
归属母公司股东权益	6570.70	7172.63	7974.59	8535.93	9234.77
负债和股东权益	15220.90	17538.38	19054.73	20453.56	22055.00

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2042.65	1533.04	1889.32	1315.22	1641.31
净利润	810.19	1321.31	1080.81	1274.25	1500.12
折旧摊销	246.51	334.32	239.08	250.03	252.94
财务费用	109.61	117.79	189.59	184.79	187.75
投资损失	-100.56	-287.20	-102.36	-104.37	-106.52
营运资金变动	452.10	-31.15	66.50	-117.17	34.70
其他经营现金流	524.80	77.97	415.70	-172.31	-227.69
投资活动现金流	151.64	-182.96	-231.42	-228.02	-218.77
资本支出	486.96	375.72	130.14	141.28	162.86
长期投资	-485.69	180.06	21.33	43.25	23.09
其他投资现金流	152.91	372.82	-79.95	-43.49	-32.82
筹资活动现金流	-766.60	-154.60	-136.41	-511.41	-658.77
短期借款	-293.60	1079.14	110.88	218.90	131.26
长期借款	-133.47	-126.67	21.32	23.57	25.96
普通股增加	453.61	586.07	751.17	0.00	0.00
资本公积增加	-98.26	-358.65	-751.17	0.00	0.00
其他筹资现金流	-694.90	-1334.49	-268.61	-753.88	-815.99
现金净增加额	1433.82	1188.56	1521.49	575.80	763.76

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7703.50	8509.66	9636.94	11361.95	13260.63
营业成本	2314.83	2942.23	3481.61	4314.44	5230.11
营业税金及附加	110.29	112.62	134.92	159.07	186.97
营业费用	1648.80	1633.78	1893.66	2183.77	2520.85
管理费用	1375.44	1389.01	1562.15	1808.82	2083.24
研发费用	1390.24	1630.13	1853.39	2010.63	2126.90
财务费用	109.61	117.79	189.59	184.79	187.75
资产减值损失	-294.13	-36.10	-24.37	-25.63	-26.68
公允价值变动收益	0.00	235.09	121.24	132.35	137.53
投资净收益	100.56	287.20	102.36	104.37	106.52
营业利润	943.12	1404.62	1157.34	1351.31	1586.16
营业外收入	16.23	8.76	12.23	13.07	14.83
营业外支出	9.01	9.53	9.04	9.23	9.35
利润总额	950.33	1403.85	1160.53	1355.15	1591.64
所得税	140.15	82.54	79.73	80.90	91.52
净利润	810.19	1321.31	1080.81	1274.25	1500.12
少数股东损益	198.06	138.32	119.77	139.17	156.62
归属母公司净利润	612.13	1182.99	961.04	1135.08	1343.50
EBITDA	1299.24	1856.74	1586.02	1786.14	2026.86
EPS（元）	0.32	0.47	0.30	0.35	0.41

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.44	10.46	13.25	17.90	16.71
营业利润(%)	39.47	48.93	-17.60	16.76	17.38
归属母公司净利润(%)	57.33	93.26	-18.76	18.11	18.36
获利能力					
毛利率(%)	69.95	65.42	63.87	62.03	60.56
净利率(%)	7.95	13.90	9.97	9.99	10.13
ROE(%)	9.32	16.49	12.05	13.30	14.55
ROIC(%)	28.18	60.91	48.31	52.19	59.56
偿债能力					
资产负债率(%)	49.73	52.71	51.63	51.52	51.16
净负债比率(%)	45.73	47.28	46.58	45.83	44.32
流动比率	1.14	1.12	1.26	1.28	1.31
速动比率	1.13	1.11	1.25	1.28	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.52	0.53	0.58	0.62
应收账款周转率	4.00	4.75	4.98	4.99	4.96
应付账款周转率	5.10	5.59	5.40	5.74	5.98
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.36	0.30	0.35	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.47	0.58	0.40	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.20	2.45	2.62	2.84
估值比率					
P/E	232.86	120.49	148.32	125.58	106.10
P/B	21.69	19.87	17.87	16.70	15.44
EV/EBITDA	106.63	74.61	87.35	77.56	68.35

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188