

# 中国企业级 SaaS 脊梁

## 用友网络(600588)

### 主要观点

**用友 ERP 转云策略：**以高粘性 ERP 系统为核心，轻量应用先行加快云转型，进一步提高用户粘性；luap5.0 中台构建云生态反哺 ERP，形成正向循环。

### ► 多重因素推动 ERP 国产化，国产 ERP 龙头最为受益

国内政治、经济、技术、社会 4 重因素推动 ERP 高端市场国产替代。高端市场领域，产品溢价高，利润空间大，外资占据主要市场份额，可替代空间超过 50%。用友是我国 ERP 领域最具实力的龙头厂商，在国产替代浪潮中最为受益。

### ► SaaS 化抹平海外先发优势，用友有望实现弯道超车

SaaS ERP 在采购、实施、部署、扩容等方面具备明显优势，ERP 软件 SaaS 化是确定的产业趋势。软件领域国内外厂商在技术水平和标杆案例积累方面仍存在一定的差距，SaaS ERP 领域处于同一起跑线，国产厂商有望把握 SaaS 化产业趋势实现弯道超车。

### ► 轻量先行加速云转型，构建云生态反哺 ERP 云化转型

软件转 SaaS 企业轻度应用软件转型进程更快，用友凭借 ERP 系统在企业管理系统中的核心地位和高粘性，拓展轻量级云产品加速云转型，构建云生态进一步加强用户粘性，提供综合 SaaS 解决方案，反哺 ERP 实现云转型。

### 投资建议

公司“3.0 战略”的指引下持续推进云转型，云生态逐步完善。我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别为 13.2/17.4/24.5 亿元。考虑到用友云增长的高确定性，**估值 1：**给予公司 2021 年 100 倍 PE，目标市值 1742 亿元；**估值 2：**采用 P/OCF 估值法，给予公司 2021 年 45 倍 P/OCF，目标市值 1737 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 软件业务增长低于预期的风险；2) 云产品推广低于预期的风险；3) ERP 行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7703.50	8509.66	10426.85	12854.41	15513.97
YoY (%)	21.44	10.46	22.53	23.28	20.69
归母净利润(百万元)	612.13	1182.99	1320.79	1742.32	2452.67
YoY (%)	57.33	93.26	11.65	31.92	40.77
毛利率 (%)	69.95	65.42	64.52	65.11	66.16
每股收益 (元)	0.32	0.48	0.53	0.70	0.98
ROE	9.32	16.49	15.55	17.02	19.33
市盈率	145.00	96.67	87.94	66.67	47.36

### 评级及分析师信息

**评级：**买入  
**上次评级：**首次覆盖  
**目标价格：**  
**最新收盘价：**47.59

**股票代码：**600588  
**52 周最高价/最低价：**53.41/21.7  
**总市值(亿)**1,191.31  
**自由流通市值(亿)**1,186.51  
**自由流通股数(百万)**2,493.19



**分析师：刘泽晶**  
邮箱：liuzj1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520020002  
联系电话：

**研究助理：刘忠腾**  
邮箱：liuzt1@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：

**研究助理：孔文彬**  
邮箱：kongwb@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：

### 相关研究

1. 进击-成长的流量 BETA

2020.05.04

正文目录

1. 关于用友认知的高频问题&公司转云策略 .....5

2. 企业管理核心系统用户粘性强，受益于国产化和 SaaS 化.....6

2.1. ERP 是企业管理系统核心，破除数字化转型困境关键.....6

2.2. 受益于国产化和 SaaS 化趋势，有望实现弯道超车 .....11

3. 中台战略推出，破解 SaaS 产品标准化与定制化矛盾 .....20

3.1. 标准化与定制化：国内 VS 国外，轻度应用 VS 重度应用.....20

3.2. 中台破解数据孤岛问题，新一代 Iuap5.0 平台构建云生态.....24

4. 盈利预测与投资建议.....27

5. 风险提示 .....30

## 图目录

图 1	用友 ERP 转云策略，构建云生态反哺机制，形成有效正向循环	5
图 2	各发展阶段中小企业信息化建设系统需求	6
图 3	企业数字化转型面临的五大困境	6
图 4	IDC 对企业数字化转型进程的预测	7
图 5	ERP 系统作为企业数字化系统底座与与其他功能型软件交互	8
图 6	ERP（企业资源计划）系统核心模块	8
图 7	EPR 领域产品型和实施型公司财务特征对比	9
图 8	EPR 领域产品型和实施型公司毛利率对比	9
图 9	显性成本分析：ERP 系统建设项目总成本拆分	10
图 10	隐性成本分析：高昂的用户学习成本和业务持续性支撑要求（ITIL v3 要求 99%）	10
图 11	我国数字经济规模及 GDP 占比	11
图 12	中国安全可控体系发展阶段	11
图 13	安全可控体系下，我国 IT 软硬件厂商有望受益	12
图 14	全国城镇单位就业人员平均工资	12
图 15	全国劳动力（16-59 岁）人口统计情况	12
图 16	国内外 ERP 产品最大用户并发数比较	13
图 17	历年世界 500 强榜单中国企业数量	13
图 18	中国整体 ERP 市场竞争格局	14
图 19	中国高端 ERP 市场竞争格局	14
图 20	中国企业管理软件市场规模及增长	15
图 21	2014 年以来中国 ERP 软件市场规模	15
图 22	我国 SaaS 行业市场规模及增长率	15
图 23	我国 SaaS 市场占全球市场比例	15
图 24	传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比	16
图 25	传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测（亿美元）	16
图 26	安统企业软件和 SaaS 模式用户采购成本对比	16
图 27	公司软件业务核心产品线	18
图 28	公司云服务业务核心产品线	18
图 29	公司拥有强大的用户基础和覆盖场景	19
图 30	鲲鹏计算产业定义	20
图 31	2023 年全球计算产业投资额（美元）	20
图 32	用友发起企业数字化自主可控服务联盟	20
图 33	企业数字化自主可控服务联盟主要成员	20
图 34	2019 年国内外 ERP 厂商收入结构对比	21
图 35	2019 年 SAP 与用友各业务毛利率对比	21
图 36	全球企业级管理软件市场规模占比	22
图 37	2019 年国外软件/SaaS 厂商收入对比	22
图 38	SAP 与 Adobe 历年云业务收入占比提升	23
图 39	Adobe10 年转云过程收入和净利润变化情况	23
图 40	Adobe10 年转云过程期间费用率变化情况	23
图 41	公司核心产品体系（领域云和行业云产品线拓展）	24
图 42	国内外软件企业人均创收对比	25
图 43	salesforce 历年人均创收对比	25
图 44	公司新一代云原生服务平台：luap5.0	26
图 45	luap 平台入驻伙伴数量	26
图 46	luap 平台入驻产品及服务数量	26
图 47	公司精智工业云平台核心运营数据	27

## 表目录

表 1	EPR 领域产品型和实施型公司业务比较分析.....	9
表 2	传统 ERP 与 SaaS ERP 各方面异同比较.....	17
表 3	国内外主要 ERP 软件及实施厂商.....	21
表 4	ERP 系统二次开发的主要流程.....	22
表 5	2018 年知名游戏公司人均产出对比.....	25
表 6	传统 ERP 与 SaaS ERP 各方面异同比较（百万元） .....	28
表 7	用友经营性净现金流（OCF）预算（百万元） .....	29
表 8	用友盈利预测与估值 .....	29
表 9	可比上市公司估值表（PE 估值法） .....	30

## 1. 关于用友认知的高频问题&公司转云策略

市场关于用友网络认知的 2 个高频问题：

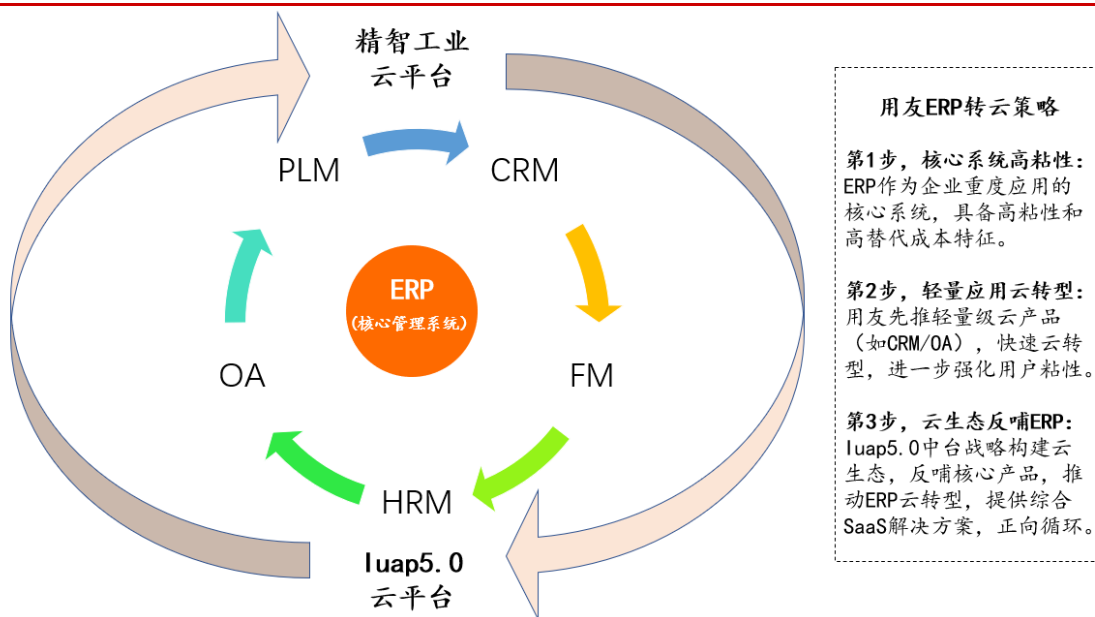
### ■ 对标 SAP 十年实现 25%的云化率，重度系统 ERP 云化转型是否可行？

我们认为，ERP 是企业信息化核心系统，强大的用户粘性是云转型的重要保证。云化转型的前提是用户流失率得到有效控制，ERP 系统支撑企业管理的各个领域，与各业务系统对接，沉淀业务数据，形成强大的客户粘性。显性和隐性成本进一步垫高用户更换 ERP 厂商的代价，ERP 系统高粘性和高替换成本保证了云化转型的成功。

### ■ 国内高定制化的软件环境与 SaaS 标准化属性冲突，如何实现云转型？

我们认为，ERP 厂商可采用轻度应用先行，构建云生态反哺的策略实现云转型。ERP 厂商优先推轻度应用，加速云转型。通过构建云生态提供综合 SaaS 解决方案，进一步加强用户粘性，反哺 ERP 实现转型，走向正向循环。

图 1 用友 ERP 转云策略，构建云生态反哺机制，形成有效正向循环



资料来源：华西证券研究所

**用友 ERP 转云策略：**以高粘性 ERP 系统为核心，轻量应用先行，构建云生态反哺机制，形成有效正向循环。

**第 1 步，核心系统高粘性：**ERP 作为企业重度应用的核心系统，具备高粘性和高替代成本特征。

**第 2 步，轻量应用云转型：**用友先推轻量级云产品（如 CRM/OA），快速云转型，进一步强化用户粘性。

**第 3 步，云生态反哺 ERP：**luap5.0 中台战略构建云生态，反哺核心产品，推动 ERP 云转型，提供综合 SaaS 解决方案，正向循环。

## 2. 企业管理核心系统用户粘性强，受益于国产化和 SaaS 化

### 2.1. ERP 是企业管理系统核心，破除数字化转型困境关键

#### 2.1.1. 数字化转型进入深水区，企业信息化建设面临五大困境

企业数字化是企业运用新一代数字与智能技术，推进企业转型升级、创新发展，实现更高经营绩效，更强竞争优势，更可持续发展的过程。企业数字化转型涉及企业的方方面面，从企业的生产经营到企业的运营管理，包括数字营销、智慧采购、智能制造、数据金融、智能财务、数字人力、协同办公，以及数智平台等领域，是帮助企业转型升级的一个重要组成，与企业的经营管理和业务开展紧密融合。

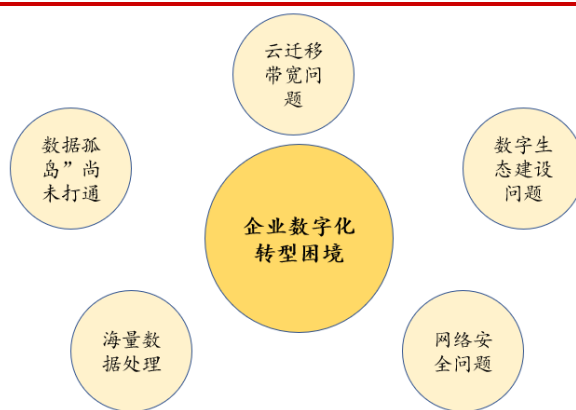
一般来说，企业发展过程中经历创业阶段-规范化阶段-多元化阶段-衰弱/复兴 4 个阶段。1) 早期创业阶段，企业数字化系统建设以功能型软件为主，包括客户关系管理 CRM 软件、财务管理 FI 软件等。2) 规范化阶段，企业数字/信息化以 ERP 建设为主，囊括生产、供应链、财务、人力、办公等各方面。3) 多元化及以后阶段，企业数字化建设进一步拓展至 MES/PJM/PLM 等系统，同时运用云计算/大数据/AI 等技术满足系统建设需求。

图 2 各发展阶段中小企业信息化建设系统需求



资料来源：SCDN，华西证券研究所

图 3 企业数字化转型面临的五大困境



资料来源：搜狐科技，华西证券研究所

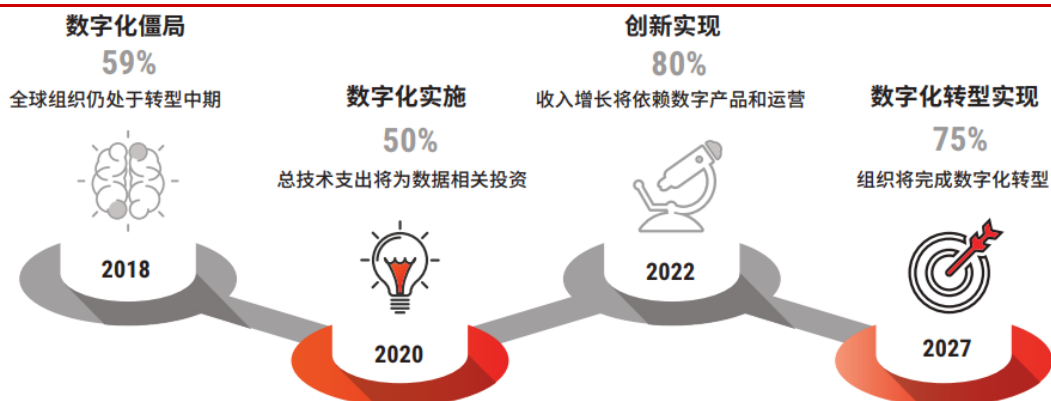
当前，我国企业数字化转型比例约 25%，低于欧洲的 46%和美国的 54%，渗透率提升空间非常大。然而，在实际的企业数字化转型/升级过程中，网络安全问题、“数据孤岛”问题、生态圈融入问题、数据处理问题、生态建设等 5 大问题，是企业数字化系统建设时亟待突破的现实困境和瓶颈：

- **数据流量处理面临压力：**现阶段企业数据中心主要以传统 B/S 架构的方式为主。这一网络结构仅支持百兆比特/秒级的容量，单点故障风险较高，且功耗较大。对于庞大的数据量，维护几十万对的光纤难度较大。
- **“数据孤岛”尚未打通：**由于开发时间与部门的差异，系统异构以及多个软硬件平台的信息系统同时运行，且各系统数据相互独立、隔离，无法实现数据共享，由此就产生了“数据孤岛”。随着数字化进入到深水区，企业对外部信息需求呈现不断上升的发展趋势，包括产业链上下游企业信息等，需要将这些资源进行整合，实现行业信息共享。
- **云化过程中数据迁移带宽问题亟待解决：**如何解决云化过程中的数据转移以及私有云和公有云带宽问题是数字化转型过程中的主要问题。



- **网络安全问题还有待解决：**主要有 3 个方面：1) 从应用层面看，企业也希望扩大数字应用范围，但安全匹配落后。2) 云化以后，数据分布式存储造成数据安全性得不到保障，数据非法访问风险加剧。3) 应用服务器的安全边界越来越小，甚至还会出现很多漏洞，虚拟机和虚拟机保护机制不完善；
- **生态圈建设需加强：**生态圈中参与企业数量不足，根本原因是大部分企业建立的生态圈以自身发展为核心，从而造成多个企业生态圈矛盾冲突加剧。

图 4 IDC 对企业数字化转型进程的预测



资料来源：IDC，华西证券研究所

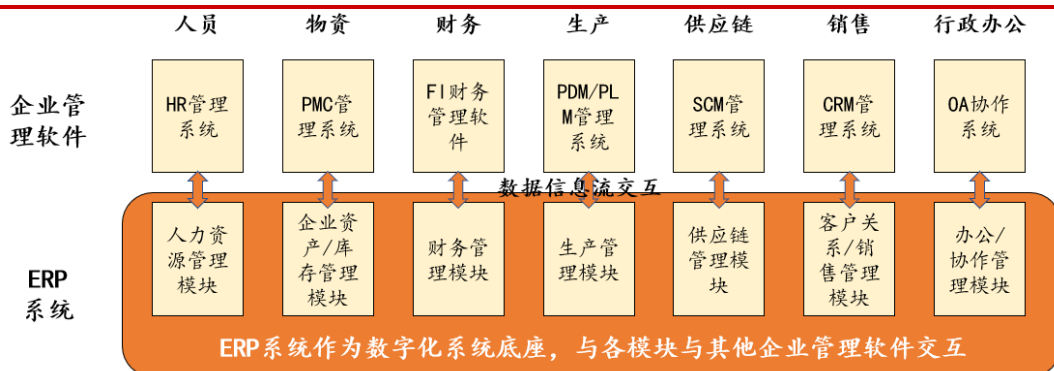
IDC 预测我国进入数字化转型深水区，7 年完成转型升级。根据全球知名的机构 IDC 预测，2018 年我国 59% 的企业开始陷入数字化僵局，进入数字化转型深水区。2020 年我国企业数字化升级进入实施阶段，数据化系统投资（如数据中台）占企业 IT 技术支出的 50%。预计 2022 年 80% 的企业将开始数字化产品运营，2027 年 75% 的企业将完成数字化转型。

### 2.1.2. ERP 是企业管理体系的核心，具备强大用户粘性

ERP 系统是 Enterprise Resource Planning（企业资源计划）的简称，ERP 是针对物资资源管理（物流）、人力资源管理（人流）、财务资源管理（资金流）、信息资源管理（信息流）集成一体化的企业管理软件，ERP 系统能最大限度地发挥这些资源的作用，通过采购、生产、销售过程能及时、高质地完成客户的订单，并根据客户订单及生产状况做出调整资源的决策。

**ERP 系统构建企业数字化底座，与功能型管理软件交互，是企业管理体系的核心。**  
ERP 通过与开发接口与企业功能型管理软件交互，在销售、采购、生产、财务、质量等环节打通数据流和信息流，渗透到企业管理的每个层面、所有流程，沉淀核心业务数据，形成数据闭环与数据池，是企业管理体系中的核心。

图5 ERP系统作为企业数字化系统底座与与其他功能型软件交互



资料来源：拓基科技官网，华西证券研究所

ERP 系统支撑企业管理的各个领域，沉淀业务数据，垫高转换成本，形成强大的客户粘性。从 ERP 系统内部模块看，系统业务涉及人员、物资、财务、生产、供应链、销售和行政办公等领域，其中生产及车间管理、质量控制、物流管理、财务及成本核算是 ERP 系统 4 个核心模块。

以生产及车间管理模块为例，对内，ERP 系统支持从生产任务下达-投料与批次跟踪-产品结构及工艺管理-智能排产-委外架构-安全生产监控等全生产流程的运营与记录，同时提供数据采集和成本分析功能。对外，生产及车间管理模块与 PDM 和 PLM 系统存在多个接口交互，确保整个产品生命周期管理和生产管理有效运转。由于 ERP 系统通过对接功能型软件沉淀核心业务数据，随着使用时间的增长，不断垫高客户替换 ERP 系统的成本，形成强大的客户粘性。

图 6 ERP (企业资源计划) 系统核心模块



资料来源：SCDN，华西证券研究所

我们对 ERP 两类产品型和实施型公司进行比较分析:

**标准化程度较高的产品型公司：**以产品的研发和销售为主，呈现高毛利率和高费用率的特征，该类型企业一般会进行持续的研发高投入，以保证产品竞争力和市场份额持续领先。产品标准化程度高，容易形成垄断格局，企业的核心壁垒源于产品竞争力和用户逐渐沉淀的替换成本，如用友网络和金蝶国际。

**ERP 实施型（实施&运维）公司：**以项目实施为主，人员成本高导致毛利率偏低，服务定制化程度高，业务不具备规模效应，市场竞争格局相对分散。企业的核心壁垒源于对行业客户的理解和与客户关系的维护，如汉得信息、赛意信息。



表 1 EPR 领域产品型和实施型公司业务比较分析

IT 类型	业务类型	财务特征	业务特征	企业壁垒与护城河
产品型公司	产品研发&销售	高毛利率，高费用率	标准化程度高，研发费用摊薄边际成本低，规模效应，容易形成垄断市场竞争格局	源于产品竞争力和用户逐渐沉淀的替换成本
实施型公司	实施/运维服务	成本较高，毛利较低	定制化程度高，边际人力成本高，不具备规模效应，市场竞争格局相对分散	源于对行业客户的理解和与客户关系的维护

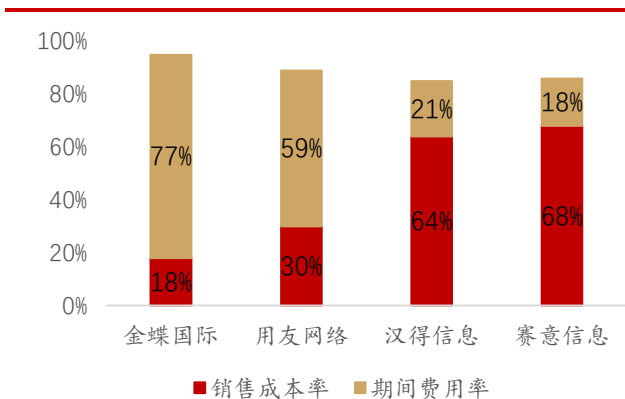
资料来源：华西证券研究所

通过分析产品型 ERP 公司（用友网络、金蝶国际）和实施型 ERP 公司（汉得信息、赛意信息）的财务数据，我们发现：

产品型 ERP 公司呈现出成本率低而费用率高的特征，主要原因是产品型公司标准化程度高，软件产品边际成本几乎为 0，摊薄前期研发成本。费用率高一般是研发费用率和销售费用率（产品营销推广）高导致，主要是为了保持产品竞争力和市场份额。

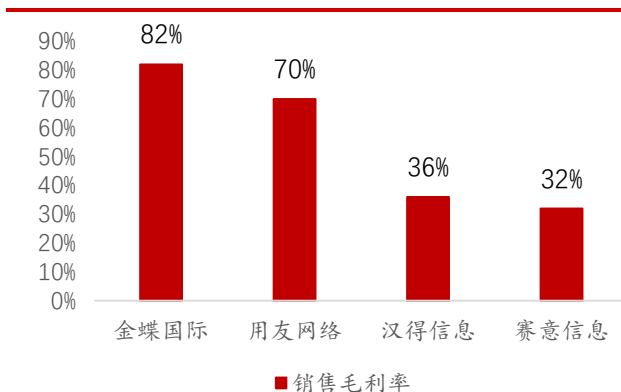
毛利率方面，产品型 ERP 公司明显高于实施型 ERP 公司，金蝶国际和用友网络毛利率分别为 82%和 70%，而汉得信息和赛意信息毛利率仅 36%和 32%。

图 7 EPR 领域产品型和实施型公司财务特征对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 EPR 领域产品型和实施型公司毛利率对比

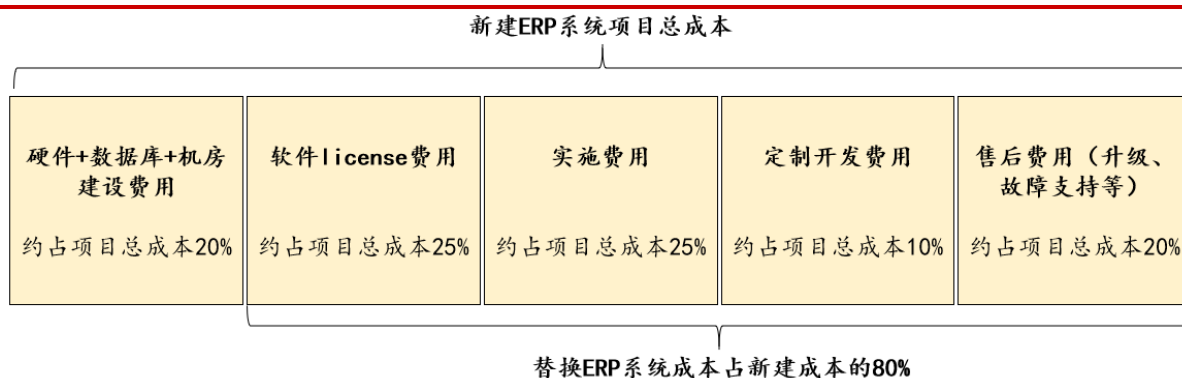


资料来源：Wind，华西证券研究所

ERP 替换成本高昂，相对于替换费用等显性成本，隐性成本（用户使用习惯、业务持续性支撑要求）才是高粘性的主要根源。

**显性成本分析：**一般来说，ERP 系统的建设包括软硬件采购、实施、培训和运维 4 部分，即 ERP 软件的建设成本=硬件采购成本（20%）+软件产品费用（25%）+实施费用（25%）+定制开发费用（10%）+售后维护费用（20%）。如果企业替换 ERP 系统供应商，硬件无需重新采购，替换的成本主要来自于软件产品费用、实施费用和定制开发费用和售后维护费用 4 个方面，约占建设总成本的 80%以上，几乎接近于重构一套 ERP 系统的价格，替换成本高昂。

图9 显性成本分析：ERP系统建设项目总成本拆分



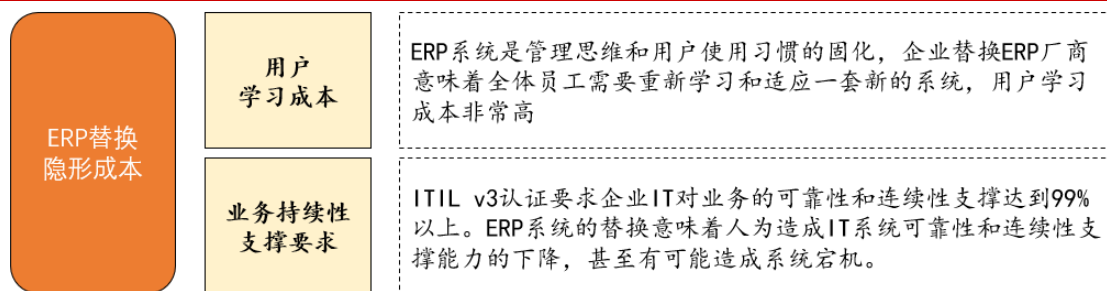
资料来源：SCDN，华西证券研究所

**隐性成本分析：**主要包括 2 个方面，用户使用习惯的培养和业务持续性支撑要求。

**1) 用户学习成本高昂。**ERP 系统是以系统化的管理思想，为企业提供决策手段的管理平台，所以 ERP 不仅仅是一个软件更重要的是一套管理思想。每个厂商的 ERP 系统都有其相对固定的构架基础和流程模式，从而形成不同的使用习惯。企业替换 ERP 厂商意味着全体员工需要重新学习和适应一套新的系统，学习成本非常高。

**2) 业务持续性支撑要求。**一般来说，企业对于 IT 系统的业务可靠性和连续性支撑有着较高的要求，以权威的 IT 服务管理认证体系 ITIL 为例，ITIL v3 认证要求企业 IT 对业务的可靠性和连续性支撑达到 99%以上，而金融、电信等关键性行业甚至要求达到 99.99%。ERP 系统的替换意味着人为造成 IT 系统可靠性和连续性支撑能力的下降，甚至有可能造成系统宕机，影响业务正常开展的风险。

图10 隐性成本分析：高昂的用户学习成本和业务持续性支撑要求（ITIL v3 要求 99%）



资料来源：ITIL v3 标准，华西证券研究所

综上所述，我们认为，数字化转型升级的过程本质上是 ERP 系统建设和完善的过程，ERP 系统是打通“数据孤岛”，破除数字化转型困境的关键。

从企业发展周期看，企业在创业阶段一般以功能型软件建设为主，规范化管理阶段建设 ERP 系统，同时与各功能型软件产品形成数据对接，形成数据有效流转。在企业多元化发展阶段，各类企业管理软件的建设基本上是基于 ERP 系统开放的接口，ERP 系统是承前启后的作用。

从 ERP 系统与功能型软件的关系来看，ERP 系统是企业管理系统的核心，与功能型管理软件交互，构建企业数字化底座。所有的业务系统与 ERP 系统进行交互，沉淀业务数据，打通“数据孤岛”，实现业务数据化-数据价值化到转变。

## 2.2. 受益于国产化和 SaaS 化趋势，有望实现弯道超车

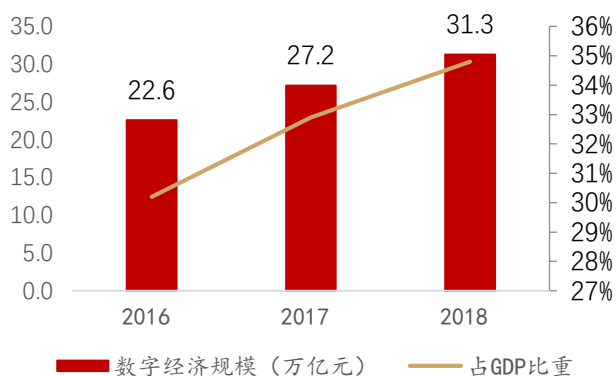
### 2.2.1. 行业趋势 1：多重因素推动 ERP 国产化，龙头厂商最为受益

1) 政治因素：数字经济成为增长新引擎，推动安全可控软件领域 ERP 最受益。

传统经济下行背景下，数字经济成为经济增长新引擎。根据中国信通院《中国数字经济发展与就业白皮书（2019 年）》数据显示，2018 年中国数字经济规模达到 31.3 万亿，占 GDP 比重为 34.8%，同比增长 15%，高于同期中国 GDP6.6%，数字经济成为全国 GDP 新的增长点。随着云计算、大数据等新一代新兴技术的深化，传统产业数字化转型进程不断加速，数字经济 GDP 贡献将逐年加大。

华为、中兴事件倒逼我国科技自立势在必行。2018 年以来，受“华为、中兴事件”影响，我国科技尤其是上游核心技术受制于人的现状对我国经济发展、社会稳定等都提出了严峻考验。在全球产业从工业经济向数字经济升级的关键时期，中国制定《“十三五”国家信息化规划》、《中国制造 2025》等顶层规划，明确了“数字中国”建设战略，抢占数字经济产业链制高点。

图 11 我国数字经济规模及 GDP 占比



资料来源：信通院，华西证券研究所

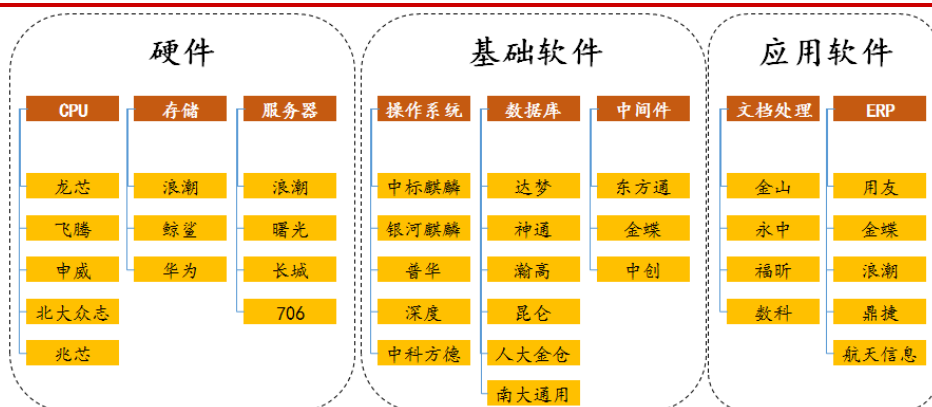
图 12 中国安全可控体系发展阶段

时间	预研阶段 2006-2013	可用阶段 (2014-2016)	好用阶段 (2017-2019)	推广阶段 (2020—)
核心事件	2006 年，国务院发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》，将“核高基”（核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品）列为 16 个重大科技专项之一。	2014 年，海思自主研发的智能电视 SOC 芯片研制成功并首次实现量产。 2016 年广东省政务服务数据管理局采购龙芯 3A 2000CPU。	2017 年，召开核高基重大专项第二批工程启动会。 2018 年，核高基国家科技重大专项课题实施推进会召开。 2019 年，完成了多个重点专项试点工程。	核心技术部分领域达到国际先进水平，从芯片到基础软件、应用软件的信创生态初步构建，已具备规模化推广能力。

资料来源：南风一号公众号，华西证券研究所

**“8+2”安全可控体系：国计民生八大行业+党政。**出于摆脱基础科技产业受制于人的现状，国家提出“8+2”安全可控体系。其中 2 是指党政，8 是指涉及国计民生的八大行业，包括金融、石油、电力、电信、交通、航空航天、医院、教育等主要行业。2020-2022 年是国家安全可控体系推广最重要的 3 年，中国 IT 产业从基础硬件-基础软件-行业应用软件有望迎来国产替代潮，应用软件领域国产 ERP 龙头最为受益。

图 13 安全可控体系下，我国 IT 软硬件厂商有望受益



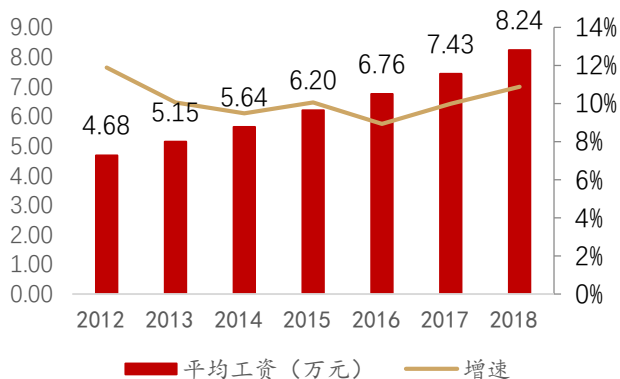
资料来源：南风一号公众号，华西证券研究所

## 2) 经济因素：人口红利消失背景下，企业降本增效需求亟待数字化转型。

我国人口红利逐步消失，企业同时面临劳动力价格上涨和劳动力数量下降。1) **劳动力价格上涨**：根据国家统计局数据，近年来全国城镇单位就业人员平均工资以 10% 左右的增速增长。2018 年全国城镇单位就业人员平均工资 8.24 万元，同比增长 11%，高于同期 GDP 增速，企业用工成本不断上涨。2) **劳动力数量下降**：近年来我国 16-59 岁的劳动力人口数量持续下降，人口老龄化趋势明显。2012-2018 年 6 年间，我国劳动力人口的数量由 9.37 亿下降至 8.97 亿人，占总人口的比重由 69% 下降至 64%，劳动力供给在不断减少。

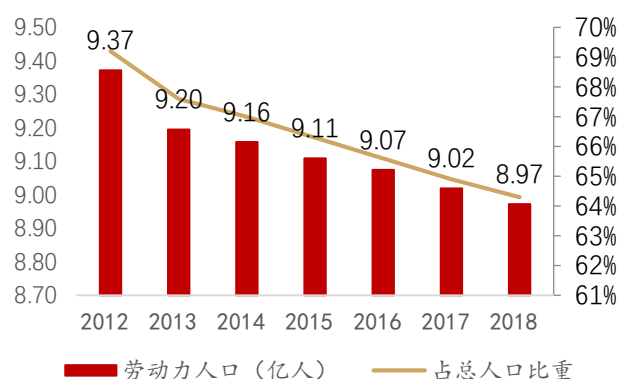
**企业通过数字化转型实现降本增效，实现利润增长。**数字化、智能化为企业带来全新价值，驱动企业的业务创新、管理变革、金融嵌入、IT 升级等，并实现增长收入、降低成本、提高效率、改进质量和控制风险的企业运营基本目标。根据第三方咨询机构测算，数字化转型可使制造业企业成本降低 17.6%、营收增加 22.6%；使物流服务业成本降低 34.2%，营收增加 33.6%；使零售业成本降低 7.8%，营收增加 33.3%。

图 14 全国城镇单位就业人员平均工资



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 15 全国劳动力（16-59 岁）人口统计情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

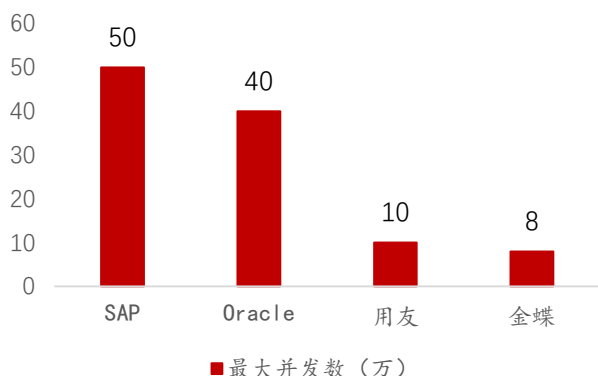
## 3) 技术因素：用户并发数是国内外厂商主要的技术差距，该差距有望逐步缩小。

从技术层面看，国内外 ERP 产品主要的技术差距在于并发用户数。即同一时间，ERP 系统能够同时处理请求的数目。通过对比 SAP、Oracle、用友、金蝶的核心产品，并结合草根调研，我们发现国外厂商的并发用户数指标是国内厂商的 3-5 倍，比如 SAP 可以支持 50-60 万用户同时操作系统，Oracle 的用户并发数在 30-40 万用户之间。

国内厂商如用友 ERP-NC 用户并发数在 10 万级别，典型的案例是华润。金蝶 ESA 用户并发数在 8 万级别，典型的案例是中石油。

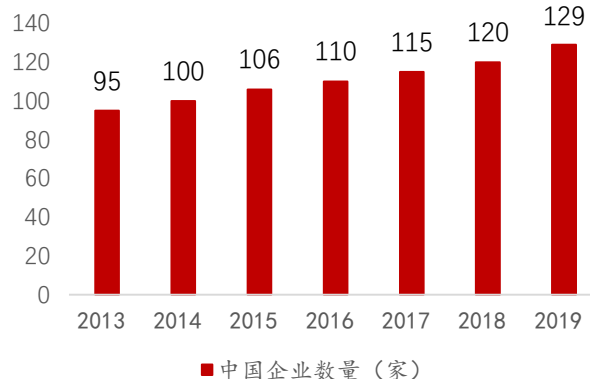
随着国内 ERP 厂商技术的逐步成熟和标杆案例的增加，我们认为国内龙头厂商与国外厂商之间的技术差距有望逐步缩小，以金蝶的最新云产品苍穹为例，用户并发数已经超过 10 万级别，并持续提升中。

图 16 国内外 ERP 产品最大用户并发数比较



资料来源：各公司官网，草根调研，华西证券研究所

图 17 历年世界 500 强榜单中国企业数量



资料来源：财富杂志，华西证券研究所

#### 4) 商业因素：随着中国企业的壮大，国产 ERP 厂商沉淀复杂业务跨国标杆案例。

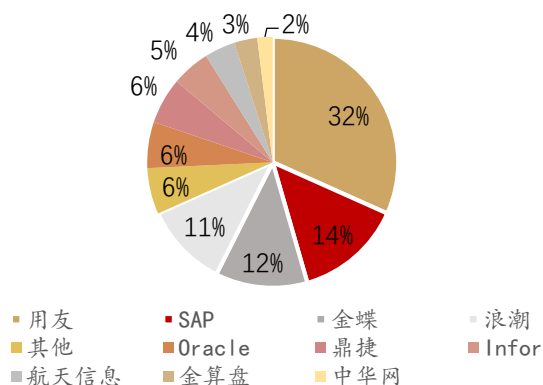
**复杂业务、海量数据处理、跨国跨币种的标杆案例**是国内外厂商的另一差距。管理软件的核心不是代码，重要的是管理经验的沉淀。SAP 带来了管理思想、制造思想、工程思想，具有很强的品牌溢价。大型企业的应用场景上，SAP 能做到全球供应链，熟悉全球各国会计准则，拥有各行业公司业务流程的实施的标杆案例，是目前国内厂商的另一个差距。例如，华为在全球有 1000+供应商、货币有 40 多种、会计准则有 30 多种、每日单据量 168w 张、数据库 200t，业务规模并发国际化，复杂的业务流程、海量的单据处理量要求 ERP 供应商具备足够多的标杆案例实施经验。

早期的 ERP 市场，高端市场（大型企业市场）基本被海外厂商垄断，国外厂商拥有众多跨国企业的实施案例和经验的积累，而当时国内企业规模体量相对较小，国内厂商实施的案例数量和业务复杂度远低于跨国企业。根据财富杂志数据，1999 年世界 500 强企业名单中，中国仅 1 家企业上榜。2019 年中国上榜企业达到 129 家，超过美国成为全球第一。中国企业快速做大做强走向世界，为中国 ERP 厂商处理复杂业务流程、海量的单据处理提供更多的实施案例，实现对国外厂商的赶超。

**中国整体 ERP 市场 Top4 市场份额超过 68%，高端市场外资厂商主导。**从整体 ERP 市场看，Top4 厂商分别为用友（32%）、SAP（14%）、金蝶（12%）和浪潮（11%），合计市场份额达到 69%，市场集中度较高。在高端市场领域，外资厂商 SAP（33%）、Oracle（20%）占据半壁江山，国内龙头厂商用友（14%）、金蝶（6%）正在赶超。我们认为随着自主可控进程的加快，国内厂商实现国产化替代是大势所趋。

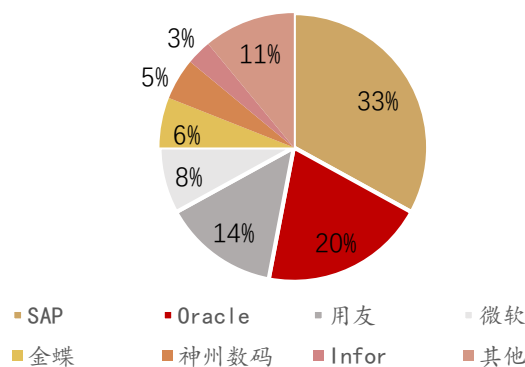


图 18 中国整体 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 19 中国高端 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

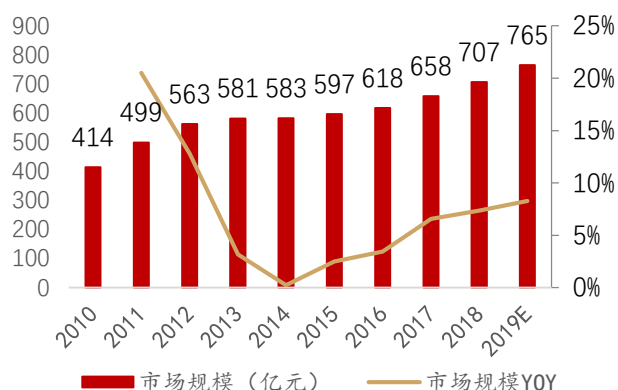
随着《国家信息化发展战略纲要》发布，央企等关键行业包括 ERP 在内的管理信息化系统的信息安全性将愈发受到重视。作为企业信息化的神经中枢系统，ERP 可以采集到企业众多维度的经营数据，从信息安全角度考虑 ERP 的国产化势在必行，未来的替代力度将得到加强。目前国内厂商在 ERP 高端市场的占有率合计不足一半，也就是说仍有超过 50% 以上的可替代空间。高端市场主要针对大型和超大型企业客户，产品溢价高，利润空间大。用友是我国 ERP 领域最具实力的龙头厂商，在国产替代浪潮中最为受益。

## 2.2.2. 行业趋势 2：软件 SaaS 化是必然趋势，国内厂商有望弯道超车

近年来企业管理软件行业回暖，市场规模增速有望重回两位数。2012-2014 年间，受到宏观经济景气度和企业 IT 投资意愿等因素影响，国内主流的企业管理软件厂商面临低谷期，用友、金蝶等头部企业营收增速均有不同程度的下滑。2015 年以后国内企业管理软件市场需求逐渐回暖。根据智研咨询统计数据，2018 年我国企业管理软件市场规模约 707 亿元，同比增长 7.4%。

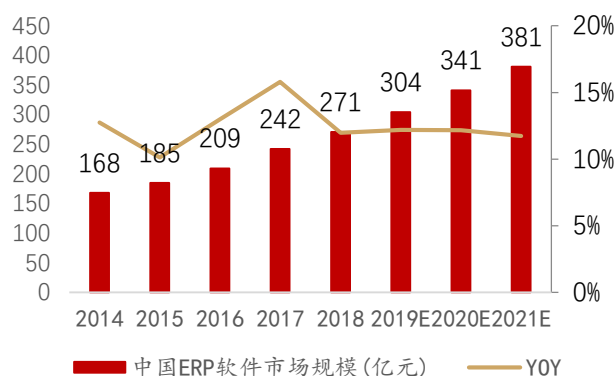
作为企业管理软件的主要大类 ERP（企业资源计划系统），增速高于行业整体。根据前瞻产业研究院统计数据，2018 年我国 ERP 市场规模约 271 亿元，同比增长 12%，预计未来四年市场规模增速将保持在 10% 以上。

图 20 中国企业管理软件市场规模及增长



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 21 2014 年以来中国 ERP 软件市场规模

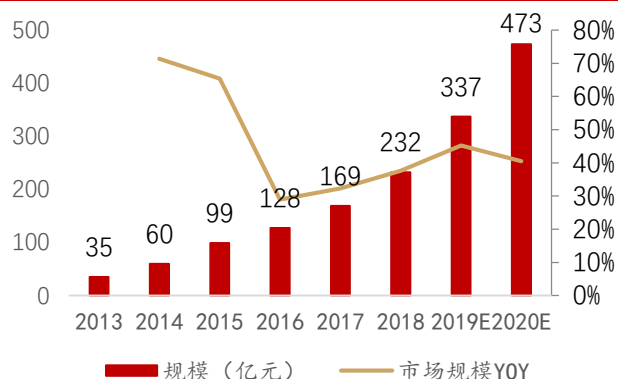


资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

软件转 SaaS 是国内外软化行业最大的产业趋势，SaaS 市场规模有望保持 40%以上增长。近年来软件企业转 SaaS 趋势明显，典型企业如 Adobe、SAP、Microsoft 等。当前我国 SaaS 行业市场规模高速增长，2018 年达到 232 亿元，同比增长 37.6%，预计未来 2 年有望保持 40%以上的增速增长。

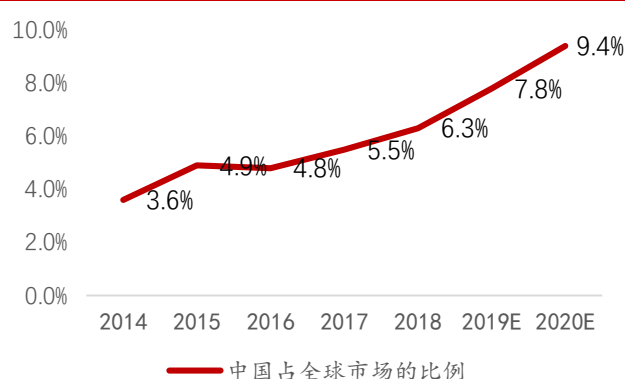
我国 SaaS 市场增速高于全球，占全球市场的比例不断提升。2014 年的我国 SaaS 市场规模仅占全球的 3.6%，预计 2020 年有望提升至 9.4%，预计同期中国 GDP 总量占全球 GDP 比重的 16%左右，仍有 6 个点以上的提升空间。

图 22 我国 SaaS 行业市场规模及增长率



资料来源：信通院，华西证券研究所

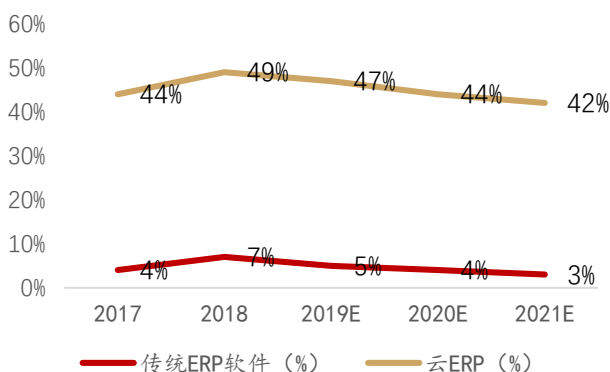
图 23 我国 SaaS 市场占全球市场比例



资料来源：信通院，华西证券研究所

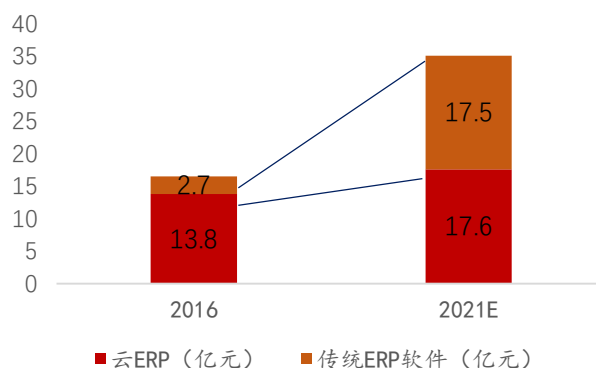
预计 2021 年整体 ERP 市场规模超过 35 亿美元，云 ERP 市场规模复合增速接近为传统 ERP 的 10 倍。根据 IDC 统计数据，未来四年我国传统 ERP 软件增长维持在 7%以内，云 ERP 增速保持在 40%以上的高增速增长，后者复合增速接近为前者的 10 倍。预计 2021 年我国传统 ERP 与云 ERP 市场规模持平，整体行业市场规模超过 35 亿美元。

图 24 传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比



资料来源：IDC，华西证券研究所

图 25 传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测(亿美元)



资料来源：IDC，华西证券研究所

**云计算解决方案降低客户 IT 基础架构成本，提升灵活性和拓展能力：**由于云计算按使用量付费的模式特征，企业在期初采购中能节省 95% 的成本。根据 CSDN 网站统计，在传统企业软件采购成本中，硬件数据库采购、机房建设运营成本占比约 20%，软件 license 费用占比约 25%，实施费用占比约 25%，定制开发费用占比约 10%，售后支持费用占比约 20%；使用云计算 SaaS 模式后，用户只需要按月/年支付订阅费和少量的实施费用，合计占比约原来传统软件采购成本的约 20%，极大降低的企业软 IT 基础架构的成本。

**云产品以线上服务为主，部署快速、简便，而且具备更大的灵活性和扩展能力。**企业可以根据业务量的需求增加或减少云服务的采购量，如企业业务出现高速增长，只需增加购买云端计算、存储和带宽资源，满足业务增长的需要；如企业收缩业务线，也可通过减少和停用服务器，节省 IT 支持，避免资源浪费。

图 26 传统企业软件和 SaaS 模式用户采购成本对比



资料来源：CSDN，华西证券研究所

**SaaS ERP 系统在实施周期、系统扩容、数据安全等方面更具优势。**以实施周期为例，传统 ERP 实施周期在 3-6 个月左右，大型 ERP 系统甚至长达 1 年以上。而 SaaS ERP 系统可以实现 15 分钟服务器自动部署，无需设备采购和调试，在线申请，立等可用。此外，在系统运维、系统扩容、系统方位、数据安全和系统安全等方面，SaaS ERP 均表现出明显优势和改善。

表 2 传统 ERP 与 SaaS ERP 各方面异同比较

	传统 ERP	SaaS ERP
实施周期	3-6 个月。包括设备采购、安装调试、系统部署周期（2 周-2 个月）。	在线申请，立等可用：无需设备采购调试、服务器人工部署，15 分钟即可完成服务器自动部署。
系统运维	成本较高，需请专门的运维人员。	无运维成本：云 ERP 能够提供 7*24 小时技术支持。
系统扩容	成本高、时间长，有一定风险。需重新采购服务器、部署系统。	成本低，时间短：15 分钟可快速完成系统扩容、无需重新部署。
系统访问	本地访问，性能一般。	随时随地访问，更高可用性：多线 BGP（Border Gateway Protocol）网络接入，智能网络负载均衡。
数据安全	需公司自行备份数据，安全性较低。	数据安全性能更高：实时热备，保证数据安全和系统高可用；数据多重冷备，异地数据中心远程灾备。
系统安全	普通安全级别。	重视系统安全：服务器双重网络保护，防火墙+服务器集群单独 VLAN 隔离等

资料来源：SCDN，华西证券研究所

综上所述，我们认为，传统 ERP 软件 SaaS 化是产业发展的必然趋势，相对于传统 ERP 系统，SaaS ERP 在采购成本、实施部署、系统扩容等方面具备明显优势，ERP 软件 SaaS 化是确定的产业趋势。

**SaaS ERP 领域国内外厂商同一起跑线，国产厂商有望把握产业趋势弯道超车。**此前，我们分析国内外厂商在技术水平和标杆案例积累方面仍存在一定的差距，但在 SaaS ERP 领域国内外厂商处于同一起跑线。同时，随着信息安全的问题的日益凸显，在 SaaS 服务差距不大的情况下，本土企业会更倾向选择采用本土厂商。我们认为，随着 SaaS ERP 的兴起，国内 ERP 厂商有望把握产业发展趋势实现弯道超车，在 SaaS 领域与国外厂商一较高下，实现高端市场领域的国产替代。

### 2.2.3. 国产替代和 SaaS 化最大受益者，与华为共建用友鲲鹏云生态

我们认为，公司作为国内 ERP 领域龙头厂商，是国产替代和 SaaS 化的最大受益者，有望把握行业发展趋势，在 SaaS 化升级中实现超车和国产替代，主要的原因包括内部和外部 2 方面因素。

**内部因素：**1) ERP 是企业管理核心系统，具备客户高粘性。2) 公司拥有丰富的产品体系和品牌溢价。3) 公司拥有强大的用户基础和营销网络。

**外部因素：**1) 政治、经济等多因素推动 ERP 国产化。2) SaaS 化技术升级有望实现弯道超车。

由于内部因素 1、外部因素 1、外部因素 2 已经分别在章节 1.1.2、1.2.1 和 1.2.2 中进行了详细的阐述，我们在此重点分析内部因素 2 和内部因素 3。

**内部因素 2：公司拥有丰富的产品体系和品牌溢价。**

**公司产品多领域市占率第一，品牌优势明显。**据赛迪顾问数据显示，公司荣获 2019 年度中国企业 SaaS 市场占有率第一、2019 年度中国企业云服务市场占有率第一、2019 年度中国企业级应用软件市场占有率第一、2019 年度中国企业财务云市场占有率第一、2019 年度中国企业工业云市场占有率第一等。

在软件业务领域，公司的核心产品包括：1) 面向大型企业的产品如 NC、U9、BQ、HCM 等。2) 面向中型成长性企业的产品如 U8+、PLM、CRM 等。3) 面向小微企业的产品如畅捷通 T+、T1、T3、T6 等。此外，公司还有各类行业解决方案，涉及行业包括制造业、传媒、汽车、金融等。

图 27 公司软件业务核心产品线



资料来源：公司官网，华西证券研究所

在云服务业务领域，公司的核心产品以公司以 Iuap 平台为核心，产品系列包括：1) 领域云（如财务云、人力云、协同云等）。2) 行业云（如工业云、建筑云、餐饮云等）。3) 企业金融云（如畅捷支付、供应链金融等）。4) 公共能力云（如电子发票、电子合同等）。

图 28 公司云服务业务核心产品线



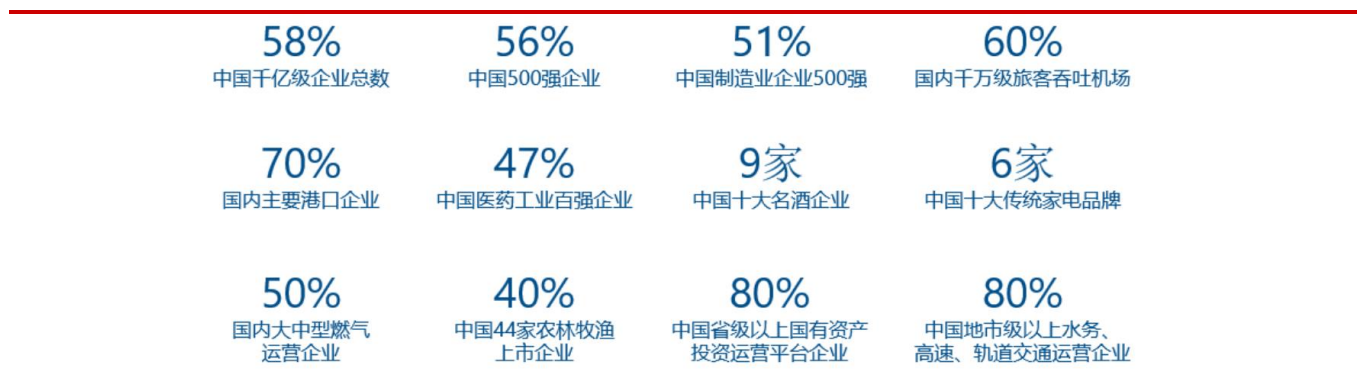
资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 内部因素 3：公司拥有强大的用户基础和营销网络。

**公司拥有庞大的客户基础，客户粘性高。**公司通过云服务、软件与金融服务融合发展，通过构建和运营全球领先的企业云服务平台，建立用友云生态体系，为中国及全球企业与公共组织提供一站式综合服务。目前，公司累计服务的企业超过 600 万家，超过 60% 的中国 500 强企业与用友建立了合作关系。云生态方面，云市场建设持续发力，实现入驻伙伴突破 5000 家，入驻产品及服务突破 8000 个。



图 29 公司拥有强大的用户基础和覆盖场景



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**公司拥有完善和多元化的营销服务网络。**公司中高端客户业务营销服务网络遍布全国，拥有百余家分支机构，开展客户营销、销售、服务等业务。公司面向小微企业客户业务拥有近 2000 家渠道合作伙伴，遍布全国各地，其中云服务业务发展了新的资源型渠道伙伴，逐步建立起了与云服务业务相适应的多元化渠道体系。

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 PC、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。鲲鹏计算满足高性能、低功耗、低时延的绿色计算要求，在 5G 引领的万物互联时代具备巨大的市场空间，同时又有中国电子技术标准化研究院、ARM 中国、华为等行业翘楚支持，发展鲲鹏计算产业已经具备技术和商业基础。

**鲲鹏计算产业定位和前景展望：**新应用、新技术、新计算架构，百亿级联接、爆炸式数据增长将重塑 ICT 产业新格局，催生新的计算产业链条，涌现出新的厂家和新的生态体系：

- 1) 硬件：服务器及部件、企业存储设备
- 2) 软件：操作系统和虚拟化软件、数据库、中间件、大数据平台、企业应用软件
- 3) 云服务、数据中心管理服务

新的计算产业链将推动全球计算产业快速发展，带动全球数字经济走向繁荣。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。

**企业应用软件市场：**到 2023 年，全球企业应用软件市场空间 4020.2 亿美元，5 年复合增长率 8.2%，中国企业应用软件市场空间 155.8 亿美元，5 年复合增长率 11.7%。企业软件存在厂家多且分散，区域属性和行业属性强，定制化程度高等情况。随着新计算平台的出现，相关的开发环境、操作系统等平台都能达到高度的兼容，会建立一系列行业标准和模式，将促使企业应用软件走向一定程度的集中，现有格局必然被打破，出现新的行业领先者。

图 30 鲲鹏计算产业定义



资料来源：鲲鹏计算产业发展白皮书，华西证券研究所

图 31 2023 年全球计算产业投资额(美元)



资料来源：鲲鹏计算产业发展白皮书，华西证券研究所

2018 年用友与华为签订合作协议，双方将基于用友企业云服务和华为鲲鹏云服务打造国产化解决方案。2020 年华为开发者大会，用友发布基于鲲鹏云服务的 NC Cloud 产品，从从底层基础平台、操作系统、数据库、中间件到业务应用全栈迁移华为云鲲鹏云服务，满足严苛的高性能业务需求，服务大型企业数字化转型，赋能商业创新。

图 32 用友发起企业数字化自主可控服务联盟



资料来源：用友官网，华西证券研究所

图 33 企业数字化自主可控服务联盟主要成员



资料来源：用友官网，华西证券研究所

2019 年 1 月，用友联合中国软协、人大金仓、龙芯中科、中创软件、大唐高鸿、360 企业安全等数十家国内企业服务领域优质厂商，共同成立的“企业数字化自主可控服务联盟”公司积极参与构建国产基础软件上下游产业生态链，与普华、龙芯、兆芯、华为、中创在内的多家操作系统、CPU、服务器、中间件厂商完成了技术兼容性适配。

### 3. 中台战略推出，破解 SaaS 产品标准化与定制化矛盾

#### 3.1. 标准化与定制化：国内 VS 国外，轻度应用 VS 重度应用

##### 1、软件产品国外标准化与国内定制化现象

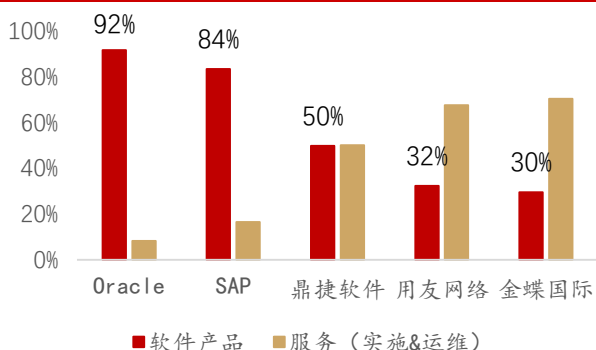
对标国内外软件产品，可以发现一个典型的现象是：国外软件产品标准化程度高，国内软件产品定制化程度高，普遍需要进行大量的二次开发。形成这个反差的原因我们认为主要是社会和文化的因素导致：

1) **国外软件产品标准化程度高**：西方欧美国家普遍愿意遵循科学管理的方法，在购买软件的时候，更愿意接受管理软件中的管理思维和流程方法，改造企业自身的流程和组织行为，以达到企业管理决策的最优化。

2) **国内软件产品定制化程度高**：相较于西方社会，中国文化更强调变通和改变，而不愿意遵循千篇一律的管理方法论。在购买软件时，企业更希望根据自身的实际情况进行定制化开发，以实现国内企业最适合的管理流程和管理模式。

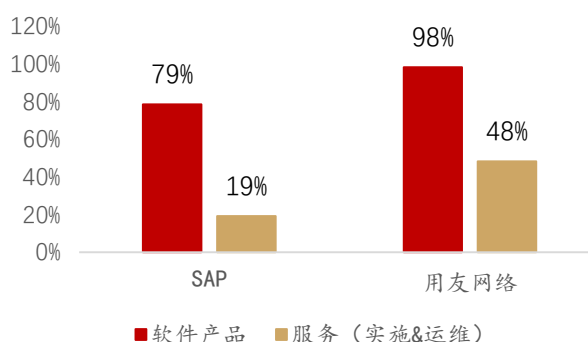
分析 2019 年国内外 5 家 ERP 上市公司收入结构可知，国内外 ERP 软件产品和服务（实施&运维）收入规模出现明显倒挂。国外厂商如 Oracle 和 SAP 软件产品收入超过 80%，实施服务收入占比非常低。国内厂商如用友和金蝶软件收入在 30% 左右，实施与服务收入占比超过接近 60%，可见国内 ERP 客户对定制化需求的需求程度明显高于国外。

图 34 2019 年国内外 ERP 厂商收入结构对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 35 2019 年 SAP 与用友各业务毛利率对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

海外 ERP 软件厂商如 SAP、Oracle、IBM，主要参与 ERP 产品的研发和销售等利润率较高的环节（接近 80%），实施和运维服务交给埃森哲、HP、汉得、赛意等合作伙伴，所以收入结构以产品收入为主。国内厂商如用友、金蝶、浪潮既参与软件研发&销售，也参与实施&运维阶段，由于国内 ERP 客户对定制化需求的需求的程度高，所以国内厂商业务上呈现服务（实施&运维）收入高于软件产品的收入的特征。

表 3 国内外主要 ERP 软件及实施厂商

国家	软件厂商	实施&运维厂商
国外市场	SAP、Oracle、IBM	埃森哲、HP
国内市场	SAP、Oracle、IBM	汉得、赛意
	用友、金蝶、浪潮	用友、金蝶、浪潮

资料来源：各公司招股书，华西证券研究所

根据 SCDN 数据显示，ERP 系统建设采购成本中，实施费用、定制开发费分别占项目总成本的 25% 和 10%，意味着项目成本中 35% 用于进行定制化开发。为了满足客户定制化需求，国内厂商一般会开发不同领域和不同行业的产品。以用友云产品为例，在领域云领域，开发了财务云、人力云、协同云等模块。在行业领域，开发了工业云、建筑云、餐饮云等行业解决方案，以实现更快的实施交付，更好的满足国内客户定制化的需求。

表 4 ERP 系统二次开发的主要流程

流程	具体内容
接单	依据客户具体需求，完成需求文档的撰写，经客户确认后，发送到二次开发部门完成定制。
需求审阅	由于事业部顾问对系统的了解程度不高，可能导致给客户确认的需求无法在现有平台的基础上完成，故需增加产品熟悉人员对需求文档
程序开发	①部门经理审阅后确认的撰写时数与部门目前的人力状况，安排程序开发时程，录入派工系统。 ②建立开发站台，测试站台等环境建置的工作。③程序员依据需求文档(规格)开始撰写程式。
程序测试	程序开发完成之后，在现有环境的基础上模拟客户数据进行整合测试(功能测试，系统测试)。
程序出货	程序测试完成，将测试清单与编译后的程序包起来后，出货给顾问。
程序安装	顾问至客户环境安装程序，在客户测试环境完成测试，测试 OK，安装至客户正常环境。
结案	客户正常使用后，顾问结案并通知二次开发部门。

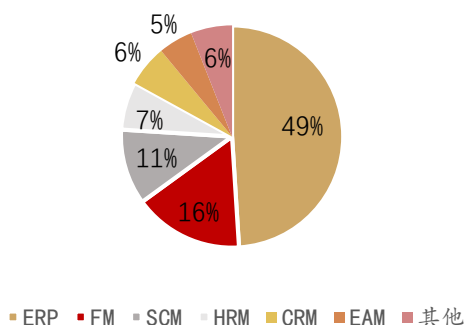
资料来源：SCDN，华西证券研究所

## 2、SaaS 产品标准化与定制化的矛盾

由于 SaaS 产品天然带有标准化属性，所以轻度应用比如 CRM、HR、OA 等更容易实现 SaaS，而重度应用如 ERP 产品由于定制化需求更难实现 SaaS 化。以国外的 SaaS 公司举例：

1) 创业型 SaaS 基本集中在轻度应用领域，如 Salesforce (CRM)、Workday (HRM)、Servicenow (ITSM)、Slack (OA) 等。参考赛迪咨询数据，全球企业级管理软件中，ERP 软件市场规模占比 49%，接近一半，FM (财务管理)/SCM (供应链管理)/HRM (人力资源管理)/CRM (客户关系管理)/EAM (企业资产管理) 分别占比 16%、11%、7%、6%和 5%。对比 2019 年国外软件/SaaS 厂商收入情况，ERP 厂商如 Oracle、SAP 收入明显高于其他企业，可见 ERP 系统是重度应用

图 36 全球企业级管理软件市场规模占比



资料来源：赛迪咨询，华西证券研究所

图 37 2019 年国外软件/SaaS 厂商收入对比

海外软件/SaaS公司	业务领域	2019年收入(亿美元)
Oracle	ERP	395
SAP	ERP	309
Salesforce	CRM	171
Adobe	数字文档	112
Square	移动支付	47
Workday	HRM	36
Servicenow	ITSM	35
Shopify	电商服务	16
Zendesk	Help Desk	8
Hubspot	数字营销	7
Slack	OA系统	6

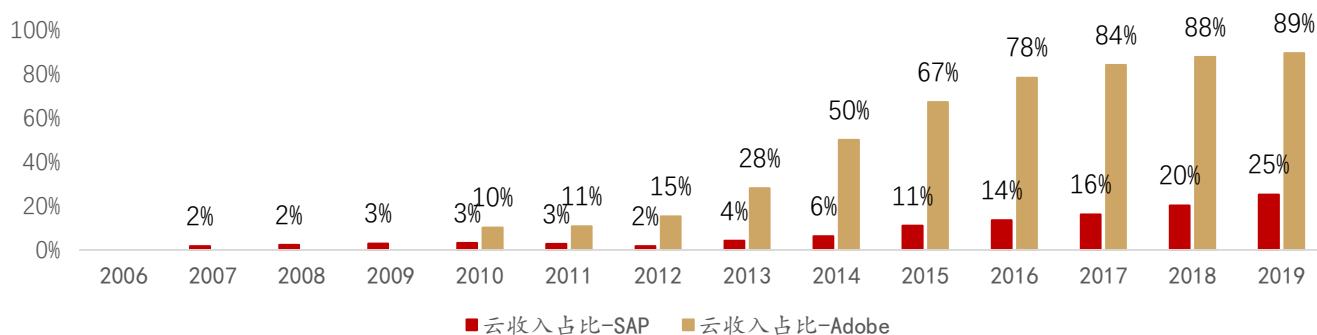
资料来源：Wind，华西证券研究所

2) 软件转 SaaS 企业轻度应用软件转型进程更快，重度应用软件转型进行相对缓慢。我们以 Adobe 和 SAP 进行对比，数字文档厂商 Adobe，2009 年开始转型，历经 10 年云业务占比提升至 89%。ERP 龙头厂商 SAP，2006 年开始转型，历经 13 年云业务收入占比仅提升至 25%，可见重度应用软件转云进程明显比轻度应用软件转云慢。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



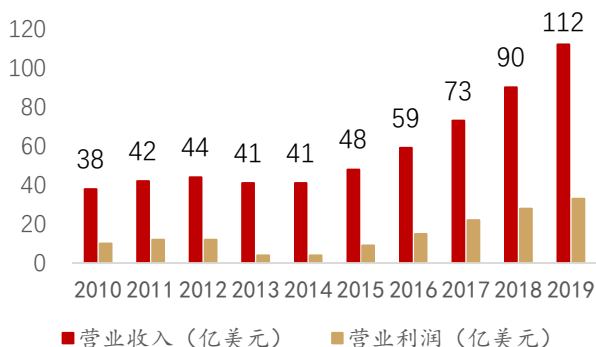
图 38 SAP 与 Adobe 历年云业务收入占比提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

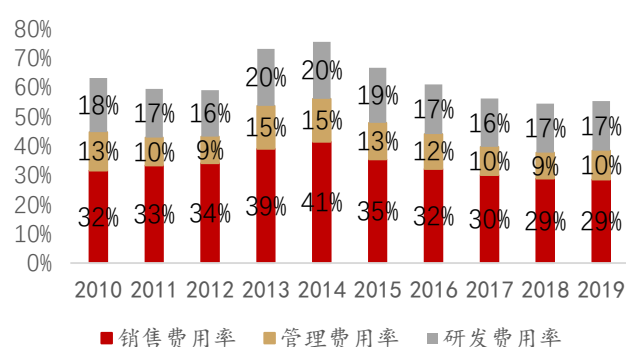
软件企业 SaaS 转型将面临短期的业绩承压。我们选取转型较为成功的 Adobe 为例，2009 年公司启动 SaaS 转型，历经十年公司营业收入和净利润均呈现先下降后大幅增长的情况，且利润变化程度更明显。2012-2014 年是转型业绩承压最严重的 3 年，云业务仍在积累用户而软件业务一定程度上被云业务替代，导致收入的短期下滑。同期期间费用率因为云业务的推广大幅攀升，严重挤压利润空间。随着云业务客户数量的高增长和期间费用率的回落，2015 年以后公司净利润大幅增长，增长速度明显高于收入增速。

图 39 Adobe10 年转云过程收入和净利润变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 Adobe10 年转云过程期间费用率变化情况



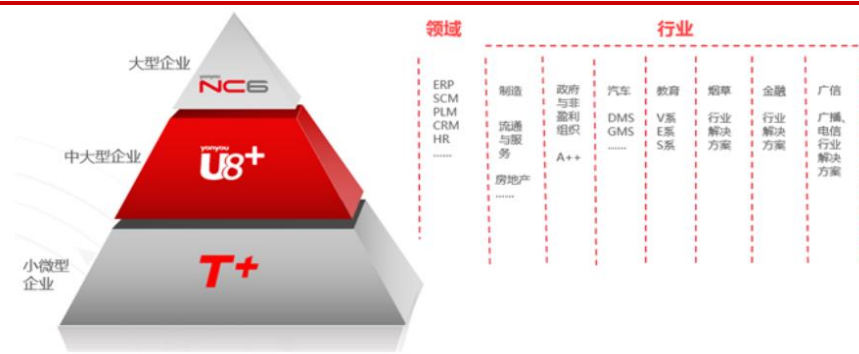
资料来源：Wind，华西证券研究所

综上所述，国内软件行业定制化程度需求高，重度应用如 ERP 转云进展相对较慢是 2 个明显的事实，这也是近年来用友网络 SaaS 化转型进程相对缓慢的原因。

我们认为凭借 ERP 系统在企业管理系统中的核心地位和高粘性，公司 ERP 业务 SaaS 转型是必然会成功的事情。面对国产化和 SaaS 化的行业趋势，公司继续推荐用友 3.0-III 战略，从领域云（如 CRM/PLM/SCM 等）和行业云（如餐饮云、汽车云等）2 个维度去拓展产品线，以 Iuap5.0 平台为核心，凝聚多层次多维度的云产品和应用，打造云生态，深度绑定客户，强化用户粘性，最终推动重度 ERP 系统成功转型。



图 41 公司核心产品体系（领域云和行业云产品线拓展）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.2. 中台破解数据孤岛问题，新一代 Iuap5.0 平台构建云生态

中台有效破解数据孤岛问题，提升公司人均创收能力。

企业的业务形态、数据维度变得复杂多元，新的业务需求不断涌现。企业对数据治理、数据价值、数据驱动等概念有了认识。但传统烟囱式 IT 架构下数据形成孤岛，不易形成闭环，无法实现企业效率的提升，成了企业在数字化过程中最大痛点，在企业对数据驱动力日益迫切的需求下，中台是数字化转型过程自然演进的结果。

传统企业烟囱式 IT 架构的弊端

- 应用与资源绑定，闲时资源利用率低，造成资源浪费
- 重复功能建设和维护成本增加
- 业务和资产无法有效沉淀，缺乏敏捷能力，影响企业发展
- 形成“数据孤岛”，不同应用间数据无法共享
- 为打通系统引入 ESB 或其他方案，集成协作成本高昂

构建中台，通过数据、业务和技术三个层面解决烟囱式建设和数据孤岛问题。

1) 在数据层面，中台首先解决的是企业内系统间数据孤岛的问题，将不同系统中的数据进行全面汇集和管理，通过数据提炼分析、集中化管理，形成企业数据资产和洞察，服务于业务，解决了数据“汇管用”的问题。

2) 在业务层面，通过对各业务线的模块去重和沉淀，共享通用模块，让前台业务更加敏捷地面向市场，实现企业新业务的快速上线与迭代试错，服务更多场景，提升业务响应力。

3) 在技术层面，避免重复开发，技术迭代升级更高效，可按需扩展服务，让整个技术架构更开放。数字中台最终的应用价值是在充分市场竞争下，保持并提升企业的运营效率 and 创新能力。

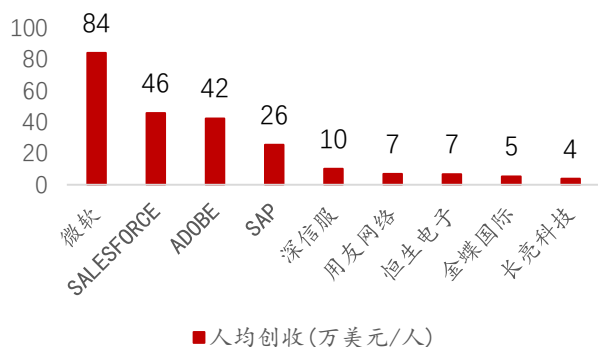
表 5 2018 年知名游戏公司人均产出对比

公司	营业收入 (亿美元)	员工人数	人均产出 (万美元)
Supercell	16	250 (约)	640
Ubisoft	21	5450	39
完美世界	12	4300	28
三七互娱	11	2263	49

资料来源: Wind, 华西证券研究所

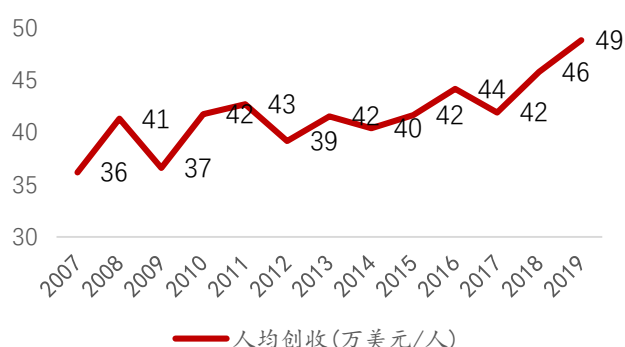
我们对国内外知名的游戏公司人均产出数据统计, 包括 Supercell、Ubisoft、完美世界和三七互娱四家公司中, 2018 年 Supercell 以 640 万美元的人均产出遥遥领先另外三家游戏公司。虽然 Ubisoft 的营业收入指标位列第一, 但其员工人数大约是 Supercell 的 22 倍, 由此来看 Supercell 公司的游戏中台战略带来的正面效应显著。

图 42 国内外软件企业人均创收对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 43 salesforce 历年人均创收对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

同样的, 对比国内外知名软件企业人均创收的数据来看, 微软以 84 万美元的人均产出远远领先其他软件公司, 排名第二的 Salesforce 的人均产出是微软的 54.76%, 达到 46 万美元, 且呈现逐年上升的趋势。国内排名前三的分别是深信服、用友网络和恒生电子, 但最高的深信服的人均产出只有 10 万美元, 不到微软的 1/8。

用友 Iuap 云平台是用友自主研发的新一代数字化商业创新服务平台, 具有云原生、微服务、DevOps、低/无代码开发等关键技术优势。公司以 Iuap 平台为核心, 聚合 IaaS 战略合作伙伴、ISV 伙伴、创新开发者、咨询实施、数据服务等数字化产品与服务提供商, 构建强大的“共生、共建、共荣”的用友云生态体系。

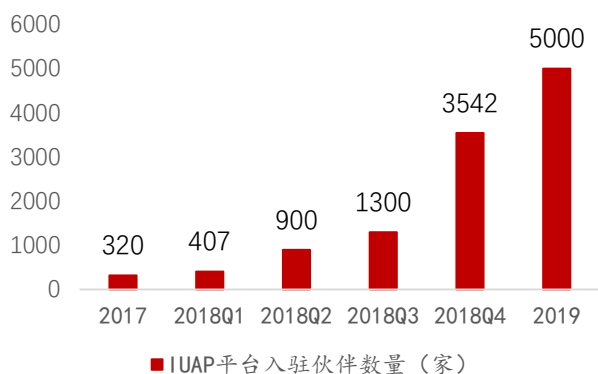
图 44 公司新一代云原生服务平台：luap5.0



资料来源：公司年报，华西证券研究所

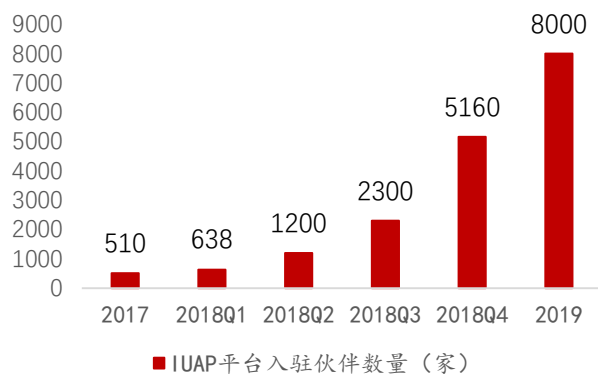
公司 luap 平台入驻伙伴数量、产品和服务数量均实现高增长。截止至 2019 年底，luap 平台入驻伙伴数量 5000 家，同比增长 41%；平台入驻产品及服务数量 8000 家，同比增长 55%。

图 45 luap 平台入驻伙伴数量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 46 luap 平台入驻产品及服务数量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

用友精智工业互联网平台是用友企业云服务在工业领域的全面应用，目前已经汇聚了 46 万家工业企业、57 万台工业设备、1949 款工业 APP，与 28 家电商平台、15 家物流平台、120 家金融机构建立了合作关系，完成了在湖南、湖北、江西、贵州、重庆五个省市的区域部署，该平台将以 5G、物联网、大数据、人工智能等新一代信息技术服务工业企业数智化转型与商业创新。

图 47 公司精智工业云平台核心运营数据



资料来源：公司官网，华西证券研究所

中台具备可复用性、平台化和企业级三大特征。

1) **可复用性**：中台的核心价值体现，将相同的逻辑和业务数据抽象提炼成通用模块，提高复用性，降低开发成本。

2) **平台化**：中台以平台化的形式，向上支撑 SaaS 业务系统，向下衔接 IaaS 层资源接口。

3) **企业级**：企业视角，囊括企业所有的业务系统，各系统间数据有效流转，破解数据孤岛。

综上所述，我们认为能够有效解决国内 SaaS 产品标准化和定制化矛盾。通过梳理企业的业务流程，将通用性的流程抽象和提炼成通用性的模块，进行标准化；对个性化的流程进行做二次开发，进行定制化；实现了对 SaaS 产品不同模块的标准化与定制化的平衡。

#### 4. 盈利预测与投资建议

假设 1：参考前瞻产业研究院的数据，我国 ERP 行业未来 3 年的增速为 10%左右，考虑到公司 SaaS 化转型云业务对软件业务的替代，预计未来 3 年该业务收入增速分别为-5%、-5%、-5%。

假设 2：云业务是公司重点发展的业务，公司以 Iuap5.0 平台为核心建设云生态，拓展行业云和领域云产品线，预计未来 3 年该业务收入增速分别为 100%、60%、40%。

假设 3：金融业务主要包括收单支付业务和 P2P 理财业务，考虑到近年来监管层对 P2P 理财监管的加强，我们认为公司金融业务的发展将由快速增长阶段过渡到稳定增长阶段。预计未来 3 年该业务收入增速分别为 20%、20%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 6 传统 ERP 与 SaaS ERP 各方面异同比较 (百万元)

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
软件业务	收入	5132.0	5579.0	5195.0	4935.3	4688.5	4454.1
	yoy		8.7%	-6.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	成本	1363.6	1564.9	1692.3	1607.7	1527.3	1450.9
	毛利率	73.4%	72.0%	67.4%	67.4%	67.4%	67.4%
云业务	收入	409.0	850.0	1970.0	3940.0	6304.0	8825.6
	yoy		107.8%	131.8%	100.0%	60.0%	40.0%
	成本	129.1	280.9	740.2	1480.5	2242.7	2963.2
	毛利率	68.4%	67.0%	62.4%	62.4%	64.4%	66.4%
金融业务	收入	802.0	1243.0	1293.0	1551.6	1861.9	2234.3
	yoy		55.0%	4.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	319.7	469.1	509.7	611.7	715.4	836.1
	毛利率	60.1%	62.3%	60.6%	60.6%	61.6%	62.6%
营业收入 (合计)	收入	6343.7	7703.5	8509.7	10426.9	12854.4	15514.0
	yoy		24.1%	21.4%	22.5%	23.3%	20.7%
	成本	1812.5	2314.8	2942.2	3699.8	4485.3	5250.2
	毛利率	71.4%	70.0%	65.4%	64.5%	65.1%	66.2%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**经营性净现金流 (OCF):** 我们采用公式“经营性净现金流 (OCF) = 净利润 + 非现金支出 + 非经营性活动带来的损失 - 非经营性活动带来的利润 - 营运资本的投入”进行测算。



表 7 用友经营性净现金流（OCF）预算（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1321.3	1320.8	1742.3	2452.7
折旧与摊销	506.5	598.8	729.4	860.4
运营资本变化	-408.0	632.0	846.2	961.2
非经常性损益	113.2	-49.6	543.4	754.5
经营性净现金流（OCF）	1533.0	2502.1	3861.3	5028.8
P/OCF	78	48	31	24

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8 用友盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8509.66	10426.85	12854.41	15513.97
YoY (%)	10.46	22.53	23.28	20.69
归母净利润(百万元)	1182.99	1320.79	1742.32	2452.67
YoY (%)	93.26	11.65	31.92	40.77
每股收益(元)	0.48	0.53	0.70	0.98
市盈率	96.67	87.94	66.67	47.36

资料来源：Wind，华西证券研究所

**估值与盈利预测：**公司“用友 3.0 战略”的指引下持续推进云转型，云生态逐步完善。分别采用 P/OCF 估值法和 PE 估值法：

1) 采用 P/OCF 估值法，预计 2020-2022 年公司经营性净现金流（OCF）分别为 25.0 亿、38.6 亿、50.0 亿，对应的 P/OCF 倍数分别为 48 倍、31 倍和 24 倍。对标海外 SaaS 公司估值，给予公司 2021 年 45 倍 P/OCF，目标市值 1737 亿元。

2) 采用 P/E 估值法，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 13.2 亿、17.4 亿和 24.5 亿，对应的 P/E 倍数分别为 88 倍、67 倍和 47 倍。考虑到用友云增长的高确定性，给予公司 2021 年 100 倍 PE，目标市值 1743 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9 可比上市公司估值表 (PE 估值法)

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002410. SZ	广联达	52	0.4	0.6	0.8	134	88	67
600570. SH	恒生电子	104	1.7	2.0	2.6	63	51	40
300454. SZ	深信服	191	2.3	3.1	4.1	85	62	47
603039. SH	泛微网络	81	1.2	1.6	2.0	66	51	40
688111. SH	金山办公	266	1.6	2.3	3.4	171	114	79
		均值				104	73	55
600588. SH	用友网络	46	0.5	0.7	1.0	88	67	47

资料来源: Wind, 华西证券研究所

备注: 可比公司预测数据采用 wind 一致性预期; 股价截止日期为 2020 年 5 月 6 日

## 5. 风险提示

- 1) 软件业务增长低于预期的风险: 软件业务需求下滑, 云业务对软件产品的替代。
- 2) 云产品推广低于预期的风险: 用户对云产品接受度低, 推广效果差。
- 3) ERP 行业竞争加剧: 国内主流 ERP 厂商冲击高端市场, 进一步加剧 ERP 行业竞争。
- 4) 宏观经济的下行的风险: 宏观经济下滑导致企业 IT 支出增长放缓, ERP 和云的市场需求下降的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8509.66	10426.85	12854.41	15513.97	净利润	1321.31	1320.79	1742.32	2452.67
YoY (%)	10.46	22.53	23.28	20.69	折旧和摊销	506.54	598.82	729.40	860.44
营业成本	2942.23	3699.79	4485.32	5250.24	营运资金变动	113.18	-49.56	543.40	754.49
营业税金及附加	112.62	147.68	178.74	213.59	经营活动现金流	1533.04	2502.06	3861.27	5028.76
销售费用	1633.78	2085.37	2442.34	2792.51	资本开支	296.05	835.59	864.17	898.77
管理费用	1389.01	1303.36	1542.53	1815.13	投资	169.73	0.00	0.00	0.00
财务费用	117.79	272.73	243.80	179.03	投资活动现金流	-182.96	-1050.59	-1215.17	-1391.77
资产减值损失	-36.10	205.00	248.00	297.00	股权募资	166.96	0.00	0.00	0.00
投资收益	287.20	153.13	125.00	171.00	债务募资	909.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1404.62	1570.96	2065.19	2847.94	筹资活动现金流	-154.60	-487.15	-487.15	-487.15
营业外收支	-0.77	-53.00	-103.00	-122.00	现金净流量	1195.49	964.32	2158.94	3149.83
利润总额	1403.85	1517.96	1962.19	2725.94	<b>主要财务指标</b>				
所得税	82.54	197.17	219.87	273.27	<b>成长能力</b>				
净利润	1321.31	1320.79	1742.32	2452.67	营业收入增长率	10.46	22.53	23.28	20.69
归属于母公司净利润	1182.99	1320.79	1742.32	2452.67	净利润增长率	93.26	11.65	31.92	40.77
YoY (%)	93.26	11.65	31.92	40.77	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.48	0.53	0.70	0.98	毛利率	65.42	64.52	65.11	66.16
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	13.90	12.67	13.55	15.81
货币资金	7147.45	8111.77	10270.71	13420.55	总资产收益率 ROA	7.22	7.08	8.19	7.07
预付款项	90.46	112.13	133.68	159.00	净资产收益率 ROE	16.49	15.55	17.02	19.33
存货	22.86	69.64	25.04	82.20	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	2907.55	3811.29	4542.32	4968.46	流动比率	111.59	120.63	132.65	148.45
流动资产合计	10168.32	12104.83	14971.76	18630.21	速动比率	111.34	119.93	132.43	147.80
长期股权投资	1781.94	1935.07	2060.07	2231.07	现金比率	80.86	83.04	92.96	108.70
固定资产	2509.50	2802.69	3076.71	3328.30	资产负债率	52.71	51.39	50.13	47.87
无形资产	870.24	855.59	834.52	780.84	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	7370.07	7676.97	7803.75	7861.07	总资产周转率	51.95	55.88	60.41	62.98
资产合计	17538.38	19781.80	22775.50	26491.29	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	4235.54	4235.54	4235.54	4235.54	每股收益	0.48	0.53	0.70	0.98
应付账款及票据	597.05	801.18	921.43	1093.63	每股净资产	2.86	3.39	4.09	5.07
其他流动负债	4279.80	4998.31	6129.44	7220.35	每股经营现金流	0.61	1.00	1.54	2.01
流动负债合计	9112.40	10035.03	11286.42	12549.53	每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	86.79	86.79	86.79	86.79	PE	96.67	87.94	66.67	47.36
非流动负债合计	131.79	131.79	131.79	131.79	PB	16.19	13.68	11.35	9.15
负债合计	9244.19	10166.83	11418.21	12681.32					
股本	2503.90	2503.90	2503.90	2503.90					
少数股东权益	1121.56	1121.56	1121.56	1121.56					
股东权益合计	8294.19	9614.98	11357.29	13809.96					
负债和股东权益合计	17538.38	19781.80	22775.50	26491.29					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）： 2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名， 10年证券从业经验。

刘忠腾（研究助理）： 计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（研究助理）： 金融学硕士， 2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

## 分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。