

内容目录

一、金蝶、用友基本情况介绍	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 ERP 和云服务构成主业	5
1.3 股权结构：金蝶较为分散，用友相对集中	6
1.4 基础财务：营收增速放缓，毛利率有所下降	6
二、传统 ERP 领域，金蝶、用友保持国产龙头地位	9
2.1 国产替代为用友、金蝶扩展高端 ERP 市场份额带来机遇	9
2.2 金蝶产品注重轻量型标准化，用友则重视深入开发和集团项目	10
2.3 用友收购整合能力强，金蝶擅长吸收客户	11
2.4 客群定位：金蝶聚焦中型企业，用友在大企业中占比较高	12
三、云转型：金蝶先行，用友加速	13
3.1 SaaS 化为 ERP 厂商云转型的大方向	13
3.2 云原生技术和中台战略是 ERP 企业 SaaS 转型的关键	15
3.3 金蝶、用友实施中台战略，加速布局云原生架构产品	18
四、软件厂商云转型时期的估值方法	21
4.1 传统软件厂商云转型，估值方法由 PE 到 PS 再到 PE	21
4.2 以海外云 ERP 鼻祖 NetSuite 和传统 ERP 龙头 SAP 为例	22
投资建议	25
风险提示	25

01

一、金蝶、用友基本情况介绍

1.1 公司发展历程

金蝶国际软件集团有限公司（简称“金蝶”）于1993年成立。1994年，推出V3.0版财务软件，首次向业界展示了实力。1995年，推出金蝶财务软件For Windows1.0版，开始了会计工作平台的大转移。1996年，发布中国第一个基于Windows平台的财务软件—金蝶财务软件V2.51ForWindows。1999-2004年，公司开启ERP行业全面运营模式。2005-2008年，登录香港联交所，上市大力发展电子商务平台。2009-2010年，专注打造世界级管理智库。2011-至今，公司开启云管理转型。目前，全球服务客户达680万家企业，为全球软件市场中成长最快的独立软件厂商之一。

用友历经三十年，目前已进入用友3.0时代。

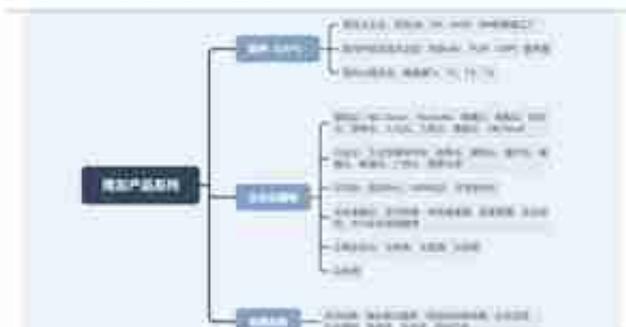
1988-1997年，用友1.0时代，主攻财务软件：1991年，财务软件市占率第一；1997年，营收突破1亿元。1998-2014年，用友2.0时代，主营ERP软件：2000年发布ERP产品NC1.0；2001年，上交所上市；2009年，CRM/ERP/HRM国内市占率均为第一。2015年-至今，用友3.0时代，云服务转型：2019年，云服务业务（不含金融云）收入占比达23.2%。目前用友拥有全球分支机构230余家，生态伙伴5000余家，服务企业与公共组织客户超过522万家，引领企业服务领域。

图表 2：金蝶主营业务情况



来源：金蝶官网，赛迪咨询研究院。

图表 3：用友主营业务情况



来源：用友官网，赛迪咨询研究院。

1.3 股权结构：金蝶较为分散，用友相对集中

金蝶股权较为分散，徐少春实际持股22.17%。

目前，公司实际控制人为徐少春先生，徐少春直接持有0.58%的股权，通过Orient

al Gold Limited和Billion Ocean Limited分别间接持有12.63%和8.91%，合计持有22.17%，为公司实际控制人。

用友股权相对集中，王文京实际持股41.55%。

目前，用友实际控制人为王文京先生，王文京未直接持股，通过北京用友科技、上海用友科技、北京用友企业管理研究所有限公司等三家子公司间接持股比例达41.55%，为公司实际控制人。

图表 6: 2016-2019 全球营业收入及增速情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 2016-2019 用友营业收入及增速情况



来源: wind, 国金证券研究所

毛利率均有所下滑。2019年金蝶毛利率为80.4%，相比去年同期下降1.3%，2019年公司进入转型期，开始大规模云转型，云客户数量增长导致IaaS成本增加，使得公司毛利率小幅度下滑，但是我们认为，这是所有云转型企业必经的阵痛阶段。

2019年用友毛利率为65.4%，相比同期下滑4.5%，其中营收占比62.7%的技术服务及培训产品毛利率为48.3%，据去年同期下降5.6%，对公司毛利率影响较大，导致用友19年毛利率下滑。

图表 10: 2015-2019 全球四大费用率情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 2015-2019 用友四大费用率情况



来源: wind, 国金证券研究所

金蝶净利润有所下降，用友净利润快速增长。

2016-2019年，用友归属母公司股东净利润从1.97亿元迅速增长到11.83亿元，几乎连年实现近两倍的涨幅，净利润率也从4.78%增长到15.53%，涨势迅猛；金蝶归属母公司股东净利润涨幅不大，净利润率稍有下跌，相较于用友较为平稳。

图表 14：2016-2019 年金蝶、用友净现比情况



来源：Wind，国金证券研究所。

人均创收保持稳定，用友人均创利增长领先。

目前，用友员工总数为17271人，其中销售人员占比16.25%，技术人员占比35.12%；金蝶员工总数为8903人。人均创收与创利方面，2018-2019年，用友的人均创收分别为47.91万元、49.27万元，变动较小，而人均创利从3.81万元增长到6.85万元，同比增长80%；金蝶2018-2019人均创收变动也同样不大，但人均创利下降了21%。

图表 17：2019 年国内 ERP 市场竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 18：2019 年国内高端 ERP 市场竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

传统ERP业务增长放缓。

由于国内传统ERP市场日趋饱和，龙头公司增长开始放缓。2019年金蝶ERP业务营业收入为20.12亿元，同比增长2.7%，增速较上年大幅放缓；用友方面，2019年，ERP业务收入51.95亿元，同比下降6.9%。

图表 21：世界 500 强中国企业数量逐年增长。

历年世界 500 强榜单中国企业数量



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 22：中国 ERP 市场规模。

2014 年以来中国 ERP 软件市场规模



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2.2 金蝶产品注重轻量型标准化，用友则重视深入开发和集团项目

产品上金蝶注重

轻量型标准化，用友则重视深入开发和集成项目。

在早期发展过程中用友占据较多市场份额，其产品成熟度和完整度较金蝶更好。但金蝶以较低的产品价格与快速交付的策略使其在中型企业的竞争中具有优势，同时

金蝶率先开启云转型，使其产品逐渐偏向轻量化、标准化。但在高端、大型企业方面，由于定制化和私有化属性，注重交付和定制的用友具有一定的优势。此外，从研发费用率来看，用友一般高于金蝶3-5个百分点，体现用友对深入研发和项目集成度的重视。

图表 24：金蝶与用友产品特点对比

	金蝶	用友
产品特点	产品早期需要和第三方产品集成解决问题，K3是中小企业中占比最高的软件； 金蝶对高端行业的应用成熟度较强，但注重快速交付能力。	产品较早集成在UAP平台上； 用友对高端行业应用的成熟度较高，平台能力较高。
成果	2019年，面对大型客户的苍穹云收入6000万元，新增合约2亿； 面向中型企业星云收入8.68亿，客户超过13800，同比增长43.5%； 面向微小企业的金蝶精斗云实现收入同比增长87.8%，付费客户同比增长45%，累计客户超过117,000家； 另外2019年财报“金蝶云苍穹优势凸显，大企业市场取得突破”暗示此前金蝶在大客户市场比较薄弱。	2019年，面向大型企业发布了全新一代企业云原生平台luap5.0，云平台累计签约500多家行业龙头客户； 面向中型企业的云原生产品持续创新，率先推出了基于云原生架构、一体化、智能化的云原生套件产品YonSuite，并全面云部署； 面向小企业的好会计等云产品成功入驻华为云、阿里云、腾讯云等平台，畅捷通服务商运营专区覆盖近1500家合作伙伴。

来源：2019年年报，国金证券研究所

2.3 用友收购整合能力强，金蝶擅长吸收客户

从历史上的收购情况看，用友整合情况良好。

用友多年来在核心财务系统及ERP之外，进行了大量的收购合并整合。产品线涉及OA、PLM以及金融、汽车等行业应用。用友董事长王文京曾说，用友软件在对外并购上设定了4条原则：（1）对象必须是某个领域里最优秀的；（2）在产品和技術方向很有前景；（3）与用友软件的核心业务互补；（4）国内和国际市场同时着手出击。多年来，用友通过并购以最快的速度获得市场份额和相关产品。

金蝶擅长吸收客户。

金蝶倾向于将产品完全收购进来后，吸收对方客户群体，再进行自己整合研发。从历史上看，金蝶整体收购数量小于用友，整合完成度也相对低一些，用友通过并购使得产品线布局更广，可用性更强。

图表 26：用友 U8 Cloud 与金蝶 K3 Cloud 对标价格情况

模块	用友 U8 Cloud			金蝶 K3 Cloud			
	模块名称	模块基础价格	每用户单价	模块名称	模块基础价格	每用户单价	
财务会计	企业建模平台	60,000	-	集成平台	60,000	-	
	总账	50,000	7,800	总账	40,000	6,800	
	应收管理	25,000		应收款	20,000		
	应付管理	25,000		应付款	20,000		
	固定资产	25,000		固定资产	20,000		
	存货核算	60,000		存货核算	50,000		
	企业报表	25,000		报表	20,000		
	报销管理	60,000		费用报销	50,000		阶梯报价，分段计价：用户数 1-1000(含)：300 1001-2000(含)：200 2001-5000(含)：100 5000以上：50
	费用预算	80,000		预算管理	15,000		6,800
	合并报表	100,000		合并报表	80,000		
供应链	采购管理	70,000		采购管理	60,000		
	库存管理	60,000	库存管理	50,000			
	销售管理	70,000	销售管理	60,000			
	内部交易	100,000	组织间核算	80,000			
	销售信用	30,000	信用管理	30,000			
	委外加工	40,000	委外管理	30,000			
	质量管理	50,000	质量管理	40,000			
	时间管理	80,000	计划管理	120,000			
	仓储管理	80,000	库存条码移动应用	60,000	10,000		

来源：公开报价，需经证券研究所。

03

三、云转型：金蝶先行，用友加速

3.1 SaaS化为ERP厂商云转型的大方向

受技术变革及行业发展需求，ERP厂商云转型已经成为大趋势。

随着云技术的发展，企业上云已成为未来的发展需求。目前，各大ERP厂商已陆续发布基于云的新一代产品。金蝶云转型起步较早，2011年研发推广了第一款云产品——金蝶云，19年年报显示，金蝶云服务营收占比达40%。金蝶在推出比较稳定的云产品Cloud 4.0之后，云产品逐渐走向成熟，越来越多的境内外客户开始选择云部署，很多用户开始因为金蝶Cloud产品而选择金蝶，这对用友造成了一定的冲击。为了和金蝶Cloud抗衡，用友于2017年8月推出U8

Cloud，此后陆续推出T+Cloud、NC Cloud和Yonsuite等一系列云产品。

图表 28：全球云服务产品

行业	产品	主要业务
大型集团企业	金蝶EAS	ERP、CRM、SCM、HRM、BI、风控
中型企业	金蝶K/3 旗舰版	ERP、CRM、SCM、HRM、BI、风控
小微企业	金蝶KIS	ERP、CRM、SCM、HRM、BI、风控
电商企业	金蝶云·苍穹	ERP、CRM、SCM、HRM、BI、风控
制造业	金蝶云·星空	ERP、CRM、SCM、HRM、BI、风控
移动办公	金蝶云·移动	ERP、CRM、SCM、HRM、BI、风控

来源：周忠宣等，国金证券研究所。

图表 29：用友云化转型产品

产品	主要业务	主要业务	主要业务	主要业务
NC Cloud	ERP	CRM	SCM	HRM
T+ Cloud	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM
智慧·工业互联网	ERP	CRM	SCM	HRM

来源：用友官网，国金证券研究所。

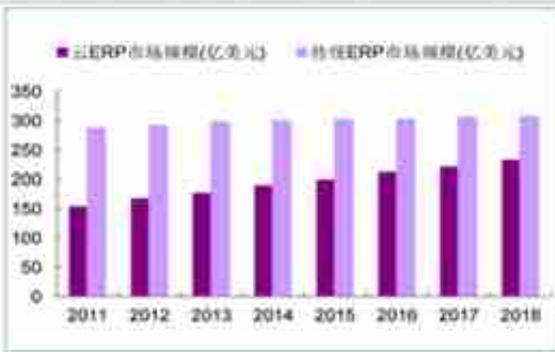
金蝶云业务持续发力。

2019年金蝶云服务业务营业收入为13.14亿元，占总体营收的39.51%。2014年开始金蝶将公司业务构成划分为ERP业务及云服务业务，2014-2019年，云服务业务处于快速增长期，从14年的1.06亿元快速增长至19年的13.14亿元，且有望持续发力。2020年1月份后，金蝶取消大多数端产品服务，金蝶KIS专业版、KIS旗舰版、K3 WISE等软件业务均停止拓客，开始主推精斗云、金蝶云·苍穹、金蝶云·星空等云产品。

用友云业务快速追赶，增长势头强劲。

用友云服务主要包括云平台（PaaS）、应用服务（SaaS）、非金融类业务运营服务（BaaS）及数据服务（DaaS）的业务。2019年，公司云业务（不含金融云）收入19.70亿元，同比增长131.60%。其中小微企业云服务业务实现收入1.46亿元，增长289.1%；大中型企业云服务业务实现收入18.24亿元，增长124.4%。2019年用友加大NC Cloud产品研发投入，陆续发布了NC Cloud1903、1909等新版本。截至2019年底，公司云服务业务的累计企业客户数为543.09万家，其中累计付费企业客户数为51.22万家，同比增长41.5%；企业客户续约率和客单价稳步提高。此外，云服务业务（不含金融类云服务业务）预收账款5.94亿元，比年初增长97.0%；公司云服务业务收入（不含金融类云服务业务收入）占公司主营业务收入23.2%，云服务业务收入占比持续提升。

图表 32：全球传统 ERP 和云 ERP 市场规模（亿美元）



来源：中国产业信息网、国金证券研究所。

图表 33：用友、金蝶与阿里、华为、腾讯展开深度合作

公司名称	合作内容	合作意义
用友	2018年10月，用友与阿里巴巴集团达成战略合作，双方将在云计算、大数据、人工智能等领域展开深度合作。用友将依托阿里云的云计算能力，提升其ERP产品的云原生能力。同时，双方还将共同探索在大数据、人工智能等领域的应用场景。	提升用友ERP产品的云原生能力，增强其在云计算领域的竞争力。同时，双方还将共同探索在大数据、人工智能等领域的应用场景。
金蝶	2018年10月，金蝶与华为达成战略合作，双方将在云计算、大数据、人工智能等领域展开深度合作。金蝶将依托华为云的云计算能力，提升其ERP产品的云原生能力。同时，双方还将共同探索在大数据、人工智能等领域的应用场景。	提升金蝶ERP产品的云原生能力，增强其在云计算领域的竞争力。同时，双方还将共同探索在大数据、人工智能等领域的应用场景。
腾讯	2018年10月，腾讯与用友达成战略合作，双方将在云计算、大数据、人工智能等领域展开深度合作。用友将依托腾讯云的云计算能力，提升其ERP产品的云原生能力。同时，双方还将共同探索在大数据、人工智能等领域的应用场景。	提升用友ERP产品的云原生能力，增强其在云计算领域的竞争力。同时，双方还将共同探索在大数据、人工智能等领域的应用场景。

来源：公开资料整理、国金证券研究所。

目前，从国内ERP厂商的产品发展路径来看，从传统产品，到云部署产品，再到云原生产品，目的都是未来能够更轻量化标准化提供产品，使用SaaS的模式，降低定制化开发和实施周期。为了突破ERP产品本身重交付、重实施、重客户个性化需求的瓶颈

，我们认为，未来，传统ERP云转型的关键将是云原生技术和中台架构。

通过云原生的高聚合、松耦合的微服务架构和容器技术，有效解决跨云环境的异质性问题，消除组织架构协作壁垒，缩短实施交付周期；通过中台聚集共性，提供快速少代码，无代码开发能力，实现快速迭代、交付。

3.2 云原生技术和中台战略是ERP企业SaaS转型的关键

3.2.1 云原生技术可消除组织架构协作壁垒，缩短实施周期

云原生 (Cloud Native) 是一种构建、运行应用程序的方法，是一套技术体系和方法论。

Cloud表示应用程序位于云中，而不是传统的数据中心；Native表示应用程序从设计之初即考虑到云的环境，原生即为在云中运行而设计，以便在云上以最佳状态运行，从而充分利用和发挥云平台的弹性+分布式优势。

云原生基本要素包括De

vOps、持续交付、微服务、容器。云原生最早在2013年由Pivotal公司的Matt Stine提出。目前，Pivotal官网对云原生最新的定义即4个要点：DevOps+持续交付+微服务+容器。根据这种定义，符合云原生架构的应用程序应该是：采用开源堆栈（K8S+Docker）进行容器化，基于微服务架构提高灵活性和可维护性，借助敏捷方法、DevOps支持持续迭代和运维自动化，利用云平台设施实现弹性伸缩、动态调度、优化资源利用率。

云原生相对于传统I

T架构优势主要在微服务架构和容器技术上。

高聚合，松耦合的微服务架构，对每个服务模块的高度聚合抽象和模块之间的松耦合，使得软件升级、扩展和频繁更新不会对用户产生影响。容器技术，则将微服务及其所需的所有配置、依赖关系和环境变量打包成容器镜像，可轻松移植到全新的服务器节点上，而无需重新配置环境，能够有效解决跨云环境一致性问题，缩短应用交付周期，消除组织架构协作壁垒。

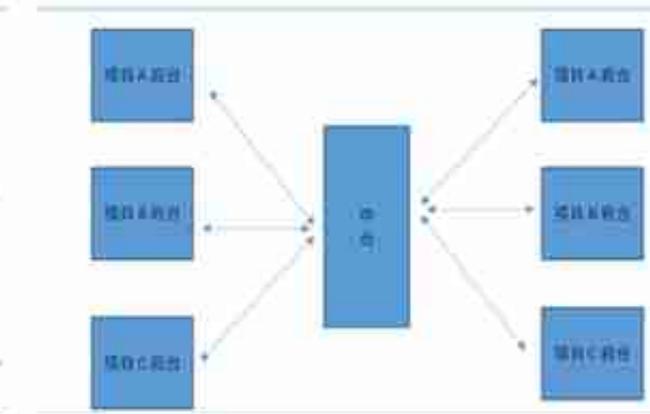
另外还有DevOps技术在开发和运维之间实现协同。云原生技术使得软件可轻松部署于公有云、私有云和混合云的不同环境中。

图表 36：传统单体架构下企业结构臃肿及模块重复



来源：CBDR，国金证券研究所。

图表 37：中台架构中和了前台与后台的需求



来源：CBDR，国金证券研究所。

Gartne

r提出了在后ER

P时代，企业ERP应该当走向E

BC（企业业务能力）。

从传统的MRP、MRP2到ERP，这个建设过程之中更多是面向企业内部的资源和能

力，而EBC的提出是更多的倾向于企业的外部协同和生态的能力。企业业务能力（EBC）指企业将资源、信息、流程和外部环境等因素进行综合利用，为满足客户需求和响应速度而提供的工作方法和手段。EBC和ERP有本质区别，其目的是为了满足不同客户的需求和速度，以客户为出发点。企业管理从ERP时代进入EBC时代，企业数字化平台也从传统烟囱式单体架构向新一代共生式数字化平台跃迁。EBC是ERP向下标准化的结果，企业级服务提供商会在企业之间寻找aPaaS的共性，开发出EBC系统，对大型企业也能够实现高标准化的交付。EBC的出现使得ERP上云成为可能，不仅部署在云上，还可以以租用的形式收费。

图表 40：金蝶云苍穹架构图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 41：金蝶云苍穹中台引擎



来源：公司官网，国金证券研究所

3.3.2 用友加速调整中台战略、布局云原生产品

用友的中台战略主要依托IUAP平台连接上层业务和IaaS基础层。

IUAP作为用友云的统一支撑平台，向下对接主流云计算基础设施，向上服务整个用友云SAAS、BAAS、DAAS及产业和伙伴生态。其产品架构概括为3+2+1，“3”是技术中台、数据中台、业务中台等3个中台，“2”是两混合云服务和生态服务，“1”是用友开发平台。

其中，技术中台、数据中台、和业务中台统称为“数字中台”，是中台架构的核心。

艾瑞咨询认为，数字中台以业务中台、数据中台为主要类型，而业务中台是其基础，进行业务数字化，产生的数据不断反馈到数据中台，进行数据资产化，驱动业务创新发展，两者相辅相成，相互演进融合，形成增强闭环。技术中台是为了更好地支撑业务中台和数据中台快速建设，因此目前技术中台更偏“稳定”，所以从宏观视角来看，技术中台可归为技术平台。

图表 44: 用友业务中台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 45: 用友技术中台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

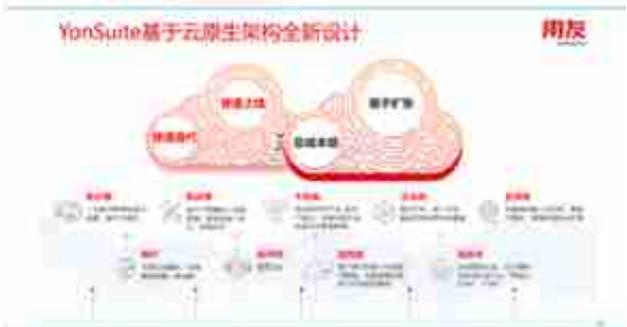
用友3.0时期，着力开发云原生产品。公司面向大型企业推出用友NC Cloud和创新云服务，新版NC Cloud和创新云服务是基于云原生架构，支持公有云、私有云以及混合云部署；面向中型企业推出云服务套件YonSuite，YonSuite基于云原生架构，公有云部署，为中型企业提供营销、制造、采购、财务、人力、办公、平台融合为一体的云服务；公司面向小微型企业部分的云服务业务，由控股子公司畅捷通提供。

图表 47: 用友 NC Cloud 大型企业数字化平台



来源: 用友官网, 国金证券研究所

图表 48: 用友 YonSuite 产品



来源: 用友官网, 国金证券研究所

用友云服务付费用户数及客单价稳步增长。

2019年全年用友云服务业务累计企业客户数达到543万家，超过60%的中国500强企业与用友建立了合作伙伴关系，其中累计付费企业客户数为51万家，较去年同期增长41.5%，客户续约率及客单价均稳步增长。同时，公司还推动各行业龙头企业战略联盟，例如华为、中国工商银行等企业的合作。

图表 50: NetSuite 产品系列



来源: NetSuite 官网, 国金证券研究所

图表 51: NetSuite 标准套件

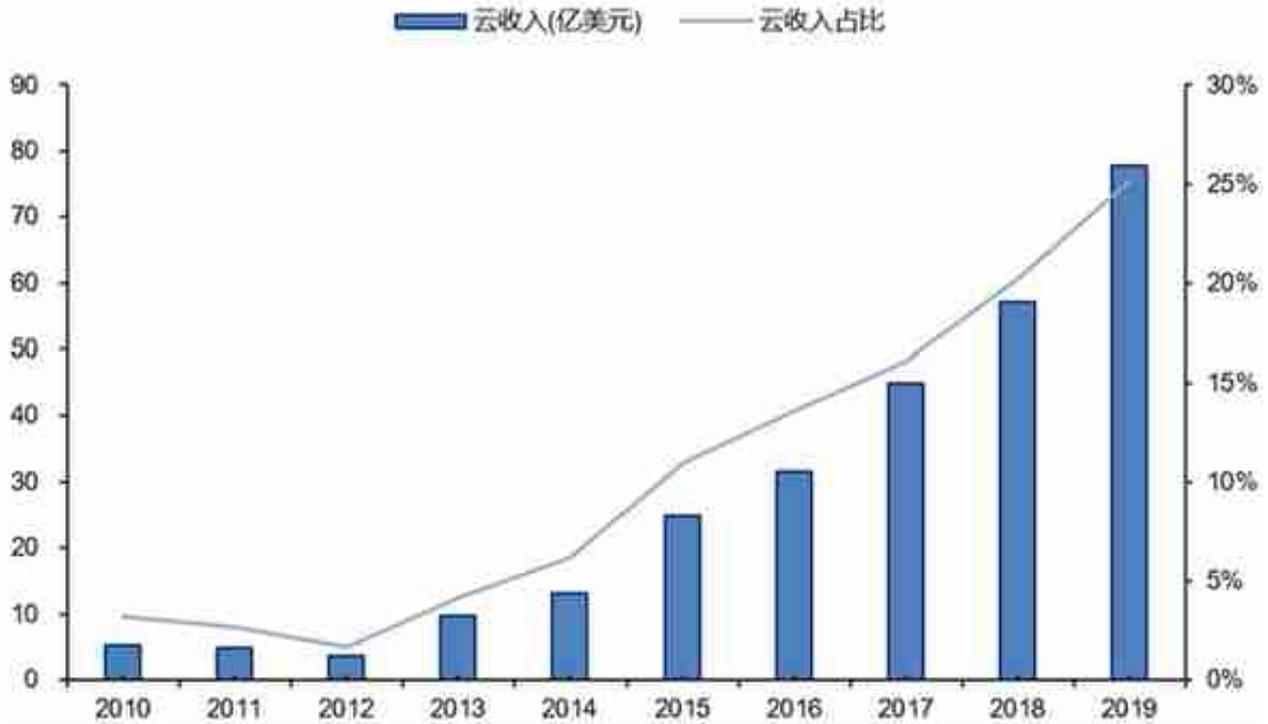


来源: NetSuite 官网, 国金证券研究所

云业务维持30%以上增速，PS最高达27X。

公司自2013年开始进入稳定增长期，年均增速保持30%以上。从估值倍数来看，2014年期间公司市销率最高达27倍，估值达87.87亿美元。因此，可知相比于传统的ERP巨头SAP的4-5倍的PS，市场给予纯云ERP厂商较高的估值溢价。

图表 54: SAP 云业务收入及占比



来源: Wind, 国金证券研究所

PE最高达47x, PS维持在4x-5x之间。

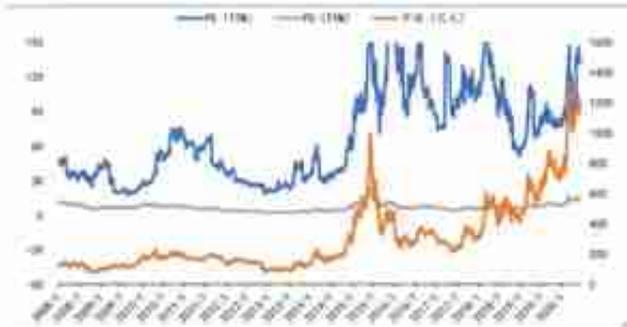
目前,市场给与SAP的估值仍延续PE估值法,2019年7月,公司PE倍数最高达47倍,市值为1722亿美元,而PS维持在4x-5x的较低水平。由此可见,虽然SAP云转型多年,但由于ERP本身实施重、个性化强,其私有化部署业务并未获得市场认可。公司25%的公有云业务占比难以支撑其采用SaaS类企业的估值方式,因此,其估值方法依然延续PE估值法。

图表 56: 全球市盈率、市销率及市值情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 57: 用友市盈率、市销率及市值情况



来源: Wind, 国金证券研究所

05

投资建议

推荐关注本土ERP厂商：用友网络（600588）、金蝶国际（0268.HK）。

风险提示

经济受疫情影响较重，企业对ERP管理软件需求下滑，今年以来，新冠肺炎疫情对我国乃至全球经济都产生了较大的负面影响，企业经营遇到困难，政府财政也较为紧张，在这样的背景下，ERP管理软件的需求有可能下滑；

企业对ERP软件云化接受程度不及预期，ERP作为传统的管理软件，重交付重实施，且我国大型企业往往喜欢采取私有云的部署方式，虽然用友金蝶等厂商均在力推ERP软件公有云SaaS化方向，但企业的接受程度可能不及预期；

行业竞争加剧，ERP行业经过三十余年的竞争，用友、金蝶等国产厂商已经形成了一定的优势，与SAP、Oracle等海外厂商直面竞争，但随着云计算时代的到来以及腾讯、阿里、字节等互联网巨头纷纷进军B端市场，行业竞争有可能进一步加剧。