

(获取报告请登陆未来智库www.vzkoo.com。)

理解用友就是理解中国软件业

用友网络科技股份有限公司（以下简称“用友网络”、“用友”或“公司”）设立于 1988 年，是中国最早的企业管理软件提供商之一，2001 年 5 月在上交所上市，专注服务企业软件领域已 31 年。目前形成了以用友云为核心，云服务、软件、金融服务融合发展的新战略布局。

公司控股股东为王文京，为公司创始人，持有上市公司 44.6% 的股权。另外一位主要股东是 1989 年加入用友的元老郭新平，现任公司副董事长。

整体上，子公司结构与客户群、下游行业有较好的对应，此外还有各地分子公司处理区域性业务。

公司早期（1.0 阶段）是专注财务领域的软件厂商，我们重点关注 2.0 和 3.0 阶段，公司作为企业管理软件龙头的发展分析。以 2001 年到 2018 年近 20 年的尺度观察，公司年度收入从 3 亿增长到 77 亿，翻了 23 倍，年复合增速超过 20%。净利润从不到约 7,000 万增长到 6 亿，翻了 9 倍，年复合增速约 14%（见图表 3）。

那么，同期的中国软件产业发生了什么变化？我们将软件产业数据提取后和公司进行比较，结果如 图表 4 所示，可以发现中国软件市场规模从 2001 年的 750 亿元上涨到 2017 年的 55,103 亿元。再将用友的 收入增速与整个行业比较，如 图表 5 所示，发现除了 2012~2015 年外两者增速水平基本上保持一致。另外，整体上软件行业 17 年规模增长了 72 倍，超过同期用友的 19 倍，这与用友成立时间早，成熟期远早于中国软件行业有关——随着 2000 年后软件业全面发展，其他领域的信息化渗透率快速向财务、企业管理等早期成熟市场看齐。

所以，进一步考虑口径差异，我们将公司增速与数据来源的“软件产品”、“应用软件产品”和“行业应用软件产品”统计口径进行比较，如图表6所示（数据可比范围为2008~2016年）。可以看到，公司与细分行业增速的吻合度愈发提升。

或许可以注意到的是，图表4中公司有两个低于行业增速的时期：

□ 2002~2006

年，这一阶段是软件行业增速超过了公司增速，公司占行业收入比例从0.44%左右下降到约0.23%。行业高速发展的由多方面因素驱动：首先，国家鼓励软件发展的转向政策有效推动了全行业的繁荣发展。其次，与公司业务相垂直的领域增速显著加快。例如，中国软件业协会数据显示，2006年1~7月软件服务增速40%，集成增速26%，而产品增速23%；2005年，软件外包业务增速45%。第三，海外软件厂商积极布局，例如，2005年甲骨文、BEA、SAP等都进行了数次到十几次并购，微软也以4,820万参股浪潮软件曲线入主国内软件，这对国产软件厂商的份额有一定影响。

□ 2012~2015年，宏观经济压力下公司营收增长较缓慢，使得收入比例进一步从0.23%下降到0.12%左右。具体情况我们将在下面展开讨论。

再回过头来看公司自身的发展数据。主要观察扣除非经常性损益后的净利润指标，见图表7、图表8。结果显示公司只在离散4年出现过下滑（其中仅2012、2015年下滑幅度在20%以上），其他年份均保持了持续快速的生长（如图中虚线所示）。

2012~2015年：宏观经济阵痛下作别“用友2.0”

2012~2015年是公司发展的阵痛期，也对应着用友“2.0”阶段的尾声。营收连续4年只有微小幅度的增长，好在公司经营管理能力较强，除

2015年外扣非净利润未出现大幅下滑。这一时期收入端承压的主要原因是宏观经济压力传导至企业管理软件厂商，利润端承压则主要是产品和商业模式转型下高研发投入的影响。这一原因在公司历年年报中有所表述。

从中国 GDP增速数据可以看到，在 2012年数值从 9字头降到 7字头，有一个较为明显跳档。实际上，宏观经济层面因素对这几年整个 ERP行业都有影响。如图表 10所示，几个主要的国内 ERP上市公司在这一阶段都经历了收入端的增速放缓甚至下滑的局面。这也侧面表明公司本身的质地没有变差，迎接转型是行业大势所趋。

很有意思的是，从自身的微观角度看，2012~2015年的用友经历了一个告别 2.0、孕育 3.0的过程。

□ 2012

年，业务结构转型和宏观经济放缓是业绩承压的主要原因。公司发布了里程碑产品 NC6，专注大型和成长型的集团企业。宏观经济增长放缓导致大中型客户合同数减少，但金额增长（高端客户合同单产明显提高），小微型新客户增长放缓老客户复购增加。加强了签约质量，使得预收+38%达 5.3亿。这一年的特点是加码头部市场和巩固基本盘。

□ 2013 年，通过控制费用端在收入微增的情况下实现了扣非净利润 21%的上涨，但仍然保持了研发支出 20%的增幅。在成长型企业细分市场持续增长，在大型集团企业（如 500强）有突破；NC6 出了第三个版本；U8升级为 U8+（软件+云）；大客户合同数金额均降低，单产提升；直销占比降低。这一年的特点是未来不明朗的情况下勒紧裤腰带。

□ 2014年，研发支出增速放缓至 5%，但营收占比仍然在提升。大力发展企业互联网业务（云业务的前身），业务划分为软件+企业互联网服务+互联网金融。员工人数持平，传统软件人员减少，互联网金融增加 100人，企业互联网增加 200人。分拆了中高端业务有助于聚焦服务，大企业加大了分销保障收入（102家签约伙伴，收入同比+116%）；成立用友优普，独立经营中端企业，签约伙伴 646家（其中 218家新增）。年底改名“用友网络”；畅捷通港股上市；设立友金所，

获得支付牌照。

这一年的特点是孕育出了新的发展方向（这一大框架也一直保持至今）。

□ 2015年，当年收入微增 2%，净利润下滑 41%，扣非净利润下滑 80%。好的一方面是保住了毛利率（+0.2pct），换句话说规模变化和战略收缩有关。影响利润的原因主要是收入增长不大的情况下研发投入大，尤其是投入 2014年确定的互联网服务和金融相关业务，投入的 8亿占当年研发投入总额的 90%，并在报表上反映为管理费用大增 27%。另外，体量最大最赚钱的软件产品当年下降了 6%，也是吞掉利润的一个原因，当然也预示着全面转型开始。这一年其实是拐点成型的一年，特点是阵痛期影响在末尾集中显现。

2016~2018 年：突破 50 亿关口，携云开启“用友 3.0”时代

公司敏感地嗅探到行业变化，在业绩承压之前筹备转型。我们认为，转型最重要的是方向正确以及持续投入。方向是否正确只有时间能给出答案，但持续投入方面公司未曾放松过。从 2012年有研发支出占收入比例数据开始，这一指标就保持在 15%以上，最高达到 21%（如图表 12）。投入绝对值方面也领先行业，例如，2018 年的研发支出为 14.8 亿元，在申万计算机公司分类中排名第 5、软件企业排名第 3。

在科技行业的研发投入除了资金层面，还有人才层面。公司保持着较大强度的股权激励传统：2013 年的激励提升了转型期的人才吸引力，2017~2019年的连续激励将发展的成果和员工分享，保持团队的战斗力。

2016年 8月 13日，用友 3.0战略发布会在贵阳举行，董事长兼 CEO王文京正式宣布用友进入以“企业互联网服务”为主体业务的 3.0时期，标志着用友公司的发展从财务软件的 1.0时期、企业管理软件与服务的 2.0 时期，全面进入了第三个战略发展时期。在同期举行的 2016年中国企业互联网大会上，用友首次集中发布了近十款云服务系列产品。我们将公司三大业务板块梳理如图表 15所示。可以看出，中云 ERP、领域云、行业云和云平台组成的云板块成为发展重心。

用友渡过转型期，把握住了云计算时代机会，在收入体量上尤为明显。2012~2015年4年未能突破的50亿整数大关，相信公司“苦50亿久矣”。而这一关口终于在2016年一举突破，并在随后两年继续突破60亿和70亿大关。

从软件产业收入占比约千分之五到千分之二，自然有企业软件之外的软件细分市场蓬勃发展的一面，但用友以20年新旧两阶段的征程和20%的复合增速保持着与行业一致的跳动频率，成为中国软件业的样板企业之一。

如果说2012~2015年是公司转型之年，那么现在的用友完全进入3.0阶段，最近三年实现连续高增长且复合增速超71%，重回高增长之路。那么，3.0时代的用友能够持续以原有增速持续发展多少年呢？我们尝试化繁为简，结合云和国产化的行业机遇和用友自身角色去进行理解。

云成就用友还是用友成就云？

剖析了用友的代表性，其投资主线就变得有迹可循：软件产业的增长逻辑为公司塑形，而中国软件行业正面临两个历史机遇的叠加，即云和国产化。但市场还想知道，用友是否因为云计算时代而变得有价值？现在贵吗？用友可以持有多久？所以，我们想在讨论行业机会的同时思考一个问题，即用友和云谁成就了谁。这有助于在投资主线之上理解公司的跟踪方法——如果是云成就用友，那么公司的机会就多侧重于云计算细分领域；如果是用友成就了“用友云”，则应该着眼更广泛的软件上下游机会。

我们的观点是后者，并非云计算造就了用友的价值，而是软件行业遇上了云计算趋势，在用友已占传统市场份额三成之后，适时地成为新的增长驱动因素。

软件—企业互联网—云服务：跟随行业的脉搏

用友3.0阶段重回高增长的功臣非云服务莫属：云收入2018年增长108%，2019H1增速115%，与传统软件也饿无个位数的增速相比显然更具看点。我们统计梳理了2011年至今公司在云计算的布局，回顾其从软件到互联网服务再到云服务的演化过程。

从图表 17可以看出，公司在 2011 年之前还处于对云的关注和摸索阶段；2012~2013 年开始逐渐落地有影响力的产品；2014 年正式将战略定位于“企业互联网”场景（内涵即软件、云计算和金融“三驾马车”）；2015~2016年正式明确云服务是企业互联网战略中、软件业务外的重要组成部分；2017 年至今，云业务瓜熟蒂落，主要进展表现在系列产品的打磨完善和业绩规模化成长。

那么，同时期 SaaS行业和公司如何在发展？用友在 SaaS转型中处于一个什么样的位置？我们也整理了部分 IaaS和 SaaS里程碑事件（如图表 18），以及摘录前瞻产业研究院给出的国内部分软件企业向 SaaS转型的路线图（如图表 19）。

2010~2011年用友、金蝶等企业已经开始筹谋布局，分别发布了云战略。我们认为此时两家发布的云战略应是尝试性探索，主要是对国外 SaaS厂商的被动跟进。因为当时国内面临 ASP（一种早期的业务租赁模式）失败的局面，业界对 SaaS持观望态度为主。从早期的产品也可以看出，用友和金蝶彼时也都是跟随海外步伐，从小微企业 SaaS起步。

行业龙头最怕的一种情况是在旧时期迂回，在新周期被淘汰。用友在云的布局大致处于跟随国外、领先国内的位置。较早的布局和较长时期的储备为公司在国内云窗口开启时不但没有落后，优势地位反而更加巩固。

云 ERP+领域云+行业云：云是软件产品力的传承

如果只说用友是行业龙头，所以随着行业云趋势自然起落，则忽视了其产品力的基础和沿袭。实际上，细看图表 19可知，同是从小微企业起步，用友在 2015年即将 NC系列产品转云，金蝶则是在 2018 年推出中大型企业产品云苍穹系列。这意味着经历了 2015年之前的试水期后，双方的转云思路开始出现差别，用友是较早向中大型领域推出云产品的。有理由相信，这种选择受公司在中大型企业市场的传统优势能力主导。所以，用友在云的布局既是跟随行业趋势，又在探索适合自身特色的路径。

我们将用友云相关的业务条线提取出来，得到图表 20。其中体现出用友的云业务主要包括云 ERP、领域云和行业云，以及云平台。云 ERP 是传统 ERP 软件的云化形式，领域云是解决企业管理诸多板块中的某一具体领域（如营销、协同、人力等），行业云是针对工业等特定行业的解决方案，云平台（iUAP）是针对面向云的研发集成支撑平台。

另外，用友的云又可分为 SaaS（软件即服务）和 PaaS（平台即服务），以及 DaaS（数据即服务）和 BaaS（业务即服务）等。其中 SaaS 是偏顶层的应用云（如 CRM、HRM），PaaS 是偏中间层的平台云（如 iUAP），DaaS 和 BaaS 是侧重数据和运营的云解决方案组件。

为什么要将原来的产品线分别转型到相应的云条线上去？这是“新瓶装旧酒”吗？能不能用纯粹标准的、一致的 SaaS 产品服务全部企业？很显然，这是理想情况，但目前并不可行。

这需要进一步了解企业管理软件厂商服务的客户类型，客群一般分为：（1）大型和成长型集团企业；（2）中型企业；（3）小微型企业。根据客户规模大小，其对管理软件的需求有不同的特点。在传统 ERP 产品中，三个群体分别由 NC 系列、U8 系列和畅捷通系列软件提供支持。

大中型企业和小型企业的业务本身是有差别的。图表 22 列出了 2017 年国家统计局修订的各规模企业划分标准。以工业领域为例，1000 人、营收 4 亿以上的大型企业和 300 人、营收 2000 万以下的小型 企业，必然在架构、流程、资源等方面体现差异性。这种差异性会最终映射到信息化系统复杂度的 差异性上。另外，两者在信息化上的投入力度（包括资金、人员、管理制度等）也大不相同。一般 大型企业对扩展性、稳定性、定制化要求更高，小型企业则对便捷性、易用性、性价比要求更高。

来自艾瑞等行业报告也显示，不同规模的企业在 SaaS 领域的需求保持了这种差异性。所以尽管从传统软件转型为云软件，标准化

程度是有提升，但还是需要根据不同客户的特点提供差异的底层架构 和上层方案。

当然，云 ERP不等于简单地将 ERP运行在云平台上，而是需要从 SaaS、PaaS等角度进行拆解重构，从而能够从底层架构上就天然支持公有云、私有云和混合云的 IT基础设施。因此，云产品对研发的投入需求是很大的，大型、高端 SaaS产品的技术护城河十分明显。

相比传统软件，SaaS存在免费和付费用户两种。虽然整体上云付费客户数量在不断增加（如下图表 25），但毕竟国内企业沿袭的付费习惯和海外不同。这使得 SaaS对软件厂商表观收入贡献上有所折扣。典型的情况是小微企业的付费能力和付费意愿较低，同时企业自身存续时间较短，对 SaaS付费的长尾效应尚有待观察。

因此，尽管用友历年财报中披露的云服务客户数量增长很高（一般超过收入增速），但仍然是大中型企业贡献较大收入。例如，2019H1中报显示大中型企业客户厂商云收入 4.3亿（+112%），而小微企业相关收入仅 4,527万元（+142%），后者仅为前者的 1/10。同行业的金蝶情况也类似：金蝶云星空和云苍穹两款产品服务大中型企业，2018年云星空实现 6.1亿收入（+54%），不考虑 2018年新推出的云苍穹，按当年云业务收入 8.5亿元计算，大中型企业贡献云收入占比至少在 72%。

从 SaaS的初衷是用标准化产品覆盖长尾（小微企业）市场的角度看，结果并不能说云是用友的特质 或者云造就了用友，相反是用友吸收了云的优点为自己的业绩引擎找到了重启的契机。具体来说，云也许不会改变客户和收入结构，但能够通过易维护性、快速功能迭代和模块化降低公司研发运维成本，进一步增强产品力。另一方面，云淡化了互联网与软件行业的边界，使用友在软件行业的代表性得到了增强。

云已成为用友的属性之一

用友云的成功有了产品力的基础，在近年来快速开花结果，在市场竞争中集聚了优势。据赛迪顾问 2018年发布的《2017~2018

年中国云计算市场研究年度报告》显示，用友云 2017 年中国公有云 SaaS 市场占有率第一。我们来看看云领域具体有怎样的机会。

在 SaaS 领域，竞争者主要有软件商和互联网商两大背景。前者优势是业务和客户层面有护城河，后者优势是人才和技术方面有冲击力。如果是自研产品，互联网巨头的一般是从 ERP 外围切入，包括 OA、协同、文档甚至支付等，较少直接接触及核心 ERP 产品。同时，互联网厂商还通过和传统厂商合作的方式补充部分核心能力，例如百度入股汉得信息、阿里钉钉投资蓝凌、腾讯投资销售易等。

中国信通院的数据显示，2015 年开始中国 SaaS 市场增速跃升到 40~120% 的生活片，迎来了爆发增长的拐点。艾瑞咨询针对企业级 SaaS 做的走访调研中 2017~2018 年的数据与信通院基本一致，同样认为 2014~2015 年后行业保持 40% 左右的持续增长。这与用友推出 3.0 云战略级的时点相吻合，2016~2018 年及 2019H1 的不含金融类的云服务收入分别增长 34%、250%、108% 和 115%。而且，2019H1 的云预收款还有 4.4 亿（+46%），可看作较确定的收入。

在细分领域方面，首先，SaaS 在各个下游的渗透率还不是很高，较好的行业如制造业、金融、电子商务、互联网服务、软件开发等渗透率约 10% 左右（见图表 30）。

因此，公司在云领域的机会在于 SaaS 市场的高增长、渗透率的上升空间以及竞争中的优势地位。

国产化是国内顶级企业软件商重大机会

相对于传统软件，云软件是一个新机会；相对于云软件，国产化又是另一个新机会。过往的国产替代更多是一种行业内自发的过程，而且硬件领域以贴牌等方式满足

的是表面进口替代需求。现阶段 美国等科技禁令环境下，真正的科技国产化进程提速已经开启。而软件领域基本能够做到更纯正的自主研发，也因此更有机会在产业链上较快迎来新旧格局转换。

传统 ERP软件时代中国企业落后于海外企业，这与传统时期工业制造业信息化发源于海外（如西门子、博世等）有关，伴随它们成长起来也是国外 ERP公司（典型如 SAP、Oracle）。而产业互联网时代，中外软件厂商则几乎站在同一起跑线上。从产品竞争力层面看，软件国产替代机会也日益明显。

先来看现状。根据 Panorama统计，2017年全球市场上份额领先的 ERP企业是 SAP（20.3%）、Oracle（13.9%）、微软（9.4%）和 Infor（7.4%）等（图表 31）。SAP自己的数据也显示，2017年的其在全球 500 强企业中的行业占比普遍很高，高科技、生命科学、化工、汽车、消费品等领域市占率更是超过 90%，甚至达到 100%（图表 32）。

海外 ERP龙头借助先发的产品优势也顺势占据了国内高端客户市场的大量份额。根据前瞻产业研究院发布的《2018~2023年中国 ERP软件行业深度调研与投资战略规划分析报告》，中国整体 ERP市场中 SAP和 Oracle虽然只占 14%和 6%的份额（排在第二和第六），但在高端市场中则占据 33%和 20% 的份额，位居前二。

由于 SAP、Oracle基本只服务高端市场，可以推算高端市场占整体规模的 30~42%。海外厂商（SAP、Oracle、微软、Infor等）合计占据了这部分市场的 64%。相当于国产厂商在高端 ERP市场里有近 180% 的弹性空间；以整体 ERP市场口径看，也存在约 20~30%的弹性空间。

尤其是今年以来，行业迎来标杆性事件——华为产业链全面国产化进程的开启。作为国内科技和制造业巨头，华为影响的产业链企业数量众多。根据用友官方公众号消息，用友和华为的合作逐步深入。2019年 7月 23日，鲲鹏计算产业发展峰会上华为云发布“鲲鹏凌云计划”，用友成为首批企业应用战略合作伙伴，总裁陈强兵表示已经完成了 NC Cloud、A++等产品和基础设施的适配工作；8月 1日，用友与华为签订合作协议，基于用友企业云服务和华为

GaussDB数据库打造国产化解决方案，是双方构建鲲鹏产业生态的重要进展之一；9月18日，第四届华为全联接大会上，用友获“鲲鹏生态合作最佳实践伙伴”、“华为云生态合作最佳实践伙伴”两项荣誉，并联合发布智慧财政解决方案等，另外NC Cloud也通过 OceanStor V5 KunPeng系列存储融合认证、TaiShan服务器认证、GaussDB 100 1.0关系数据库认证等。

分析了云和国产化两大机会后，我们以20%的复合增速为标准，对用友能再次持续高速发展多长时间作如下判断：

(1) 企业级 SaaS行业预测数据显示 2019~2021年 3年的行业增速接近40%，即已保障 5年行业 CAGR 在 20%以上；

(2) 用友是行业龙头，云收入近三年增速持续翻番，且渗透率未触及天花板（2018年 8.5亿元云收入占整体收入 11%、2019H1约 15%），预计公司5年增速在行业之上，且有望大幅领先；

(3) 进一步叠加国产化带来 20~30%的弹性，则未来6~7年公司可延续高速发展阶段。

更多潜能：工业、金融与版图的扩大

公司布局中工业互联网与金融服务两个触角蕴藏着更多潜能，也是支撑我们看好主驱动力（云计算）之外的因素。

前者是在垂直领域的深挖，如果说产业互联网模糊了软件业与互联网的边界，那么工业互联网有助于进一步向物联网突破；后者是在横向战线的拓展，不止是客户资源的变现，同时也将服务出口铺设到了 C端市场的门口。

精智工业互联网：由软及硬

政策推动的工业互联网市场。工业互联网平台的出现主要是受智能制造、工业4.0等行业趋势带动，通过云技术、物联网技术、大数据技术、人工智能技术等提升工业制造智能化水平。工业互联网市场的涌现基本上是政策自上而下推动的结果。

在国家层面的政策助推下，多个省市也相继出台了一系列政策措施以推动工业互联网落地。例如，2017年1月上海市发布了《上海市工业互联网创新发展应用三年行动计划（2017-2019）》，提出到2019年，上海市工业云联网生态体系初步形成，力争成为国家级工业云联网创新示范城市。同年3月，上海市经信委与财政局联合发布了《上海市工业互联网创新发展专项支持实施细则》，对财政支持额度作出了具体规定。2018年3月广东省推出了《广东省深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的实施方案》和《广东省支持企业“上云上平台”加快发展工业互联网的若干扶持政策（2018~2020）》，成为2017年11月《“互联网+先进制造业”发展工业互联网的实施方案》发布后首个专门出台工业互联网支持政策的省份。2017年以来，江苏、山东、湖南、湖北、贵州、内蒙等地也纷纷出台了各自的工业互联网及“企业上云”的实施方案或行动计划。

成长为近万亿级海量市场空间。

从政策发布密集程度和关注点由粗到细的趋势可以看出，工业互联网逐渐从战略方针向工作规划再向拆解落地阶段发展，逐渐成长为万亿级的市场。根据中商产业信息网预测，2020年工业互联网将保持14%左右的增速（且增速在不断提升），达到近7,000亿的市场规模。而在2017年，与用友密切相关的软件与应用细分领域市场规模就达到1,400亿元。

用友以精智工业互联网进场，发展成为第一梯队玩家。2017年8月，用友在中国企业互联网大会高峰论坛上举办了“精智”用友工业互联网平台发布仪式。2018年，用友专门成立了工业互联网事业部，并成为“用友面向未来的最核心业务之一”。公司认为用友工业互联网平台以用友为强大后盾，拥有完整的体系化PaaS云平台iUAP，丰富的工业企业应用服务，强大的应用软件设计开发能力，庞大的制造业客户群，长期的工业应用实践和经验积累，具备服务供应链金融的独特优势。

由于公司主要在 IT 领域具备优势，因此工业互联网所需的硬件和 OT 短板则需要借助生态伙伴来补齐。目前公司已经和基础支持、关键技术、业务应用、金融服务等四大类生态合作伙伴建立联系。

36氪消息显示，2018年精智工业互联网入驻工业企业 44万家，上线大型工业企业 1,300多家，覆盖 20 多个细分行业，全球部署营销服务机构 120 家，吸纳生态伙伴超过 600 家。平台推出云化工业软件 279个，连接工业设备约 38.8万台，支持 80多种工业协议，发展工业 App达 1,247个。同时公司年报还显示，用友 2018年参与建设 7个地方政府主导的工业互联网平台，入围了 18个省级“工业互联网及企业上云”服务商资源池计划；精智工业互联网平台入选工信部“工业互联网试验测试平台”（国家级双跨平台），负责搭建的贵州工业云（用友）平台被评为贵州省 2018年工业互联网优秀项目。

用友金融：从 B到 C

金融服务一直是企业服务中的重点，相对来说也是标准化程度较高的领域，因此除了牌照门槛之外对供应商来说比较容易切入。我们认为友金所和中关村银行是两个具备特色布局点。

友金所。

目前公司金融类云服务收入主要来源于企业支付业务和友金所的互联网投融资服务。而互联网投融资服务前身是互联网金融，实现资金方和需求方的对接，属于需求明显、行业正从无序转向良序发展的阶段。

（1）机会：对接到

C端市场和一线和金融业务，对用友数据、算法和企业服务技术以及客户优势的充分利用，过往营收利润情况已经充分验证了可行性和能力（例如 2017年平台累计撮合投资成交金额 265亿元人民币，同比增长 141%）；

（2）优势：

支付、互联网投融资服务（涉及资金存管等）的资质较为稀缺，另外在客户资源（流量入口）方面需要历史积累，对保障经营指标（如撮合成功率、坏账率等）方面也存在技术门槛。这些都是公司作为龙头企业具备的竞争优势。

（3）现状

：监管层面对行业进行规范化管理，公司配合政策法规要求稳步发展，控制经营质

量为主；

中关村银行。是北京第一家民营银行，注册资本40亿。中关村银行立足“三创”（即创客、创投、创新型企业），专注科技金融。用友是主发起人之一——显然，没有什么比开一家银行更能作为进入金融业的标志了，更何况是一个有场景打造差异化的银行。

2013年8月，中关村管委会发布了支持互联网金融产业发展的工作重点，其中包括支持中关村企业发起设立中关村银行。中关村管委会将其定位为科技银行、互联网银行，由民营资本发起并参与，风险自担。2016年11月17日，用友网络、碧水源等共11家上市公司共同发起设立北京中关村银行。2018年7月16日，中关村银行发布“场景智慧金融产品”，为居住、出行、教育等民生领域的创业者与创业团队提供线上供应链金融、线上场景金融、线上科创普惠金融等服务。

中关村银行联手“公司宝”推出了相关的创业套餐，从服务内容来看，可对标航天信息等上市公司。并且，根据银行发起人的业务背景，预计企业财税等服务支持较有可能由用友网络提供。与可比公司相比，公司宝对接中关村银行能够在业务链上提供更为完善的服务。

投资建议

盈利预测：收入与毛利率稳步提升

按照软件、云和金融的产品划分，我们对公司未来几年的增长情况进行了预测，如图表46所示。

预测基于以下主要假设：

- 1、软件收入保持平稳增长，但随着云收入增长占比提升，软件收入增速有所降低；毛利率水平参考过往公司财报，预计基本平稳略有降低；
- 2、云收入按 SaaS、PaaS、DaaS、BaaS等拆分，整体保持较高增速；其中 SaaS增速较高，其占比提升会带动该项毛利率提升，同时产品成熟度增长、维护成本的降低也对毛利率有所助益，整体上对标 SaaS和纯软件行业整体水平；
- 3、金融收入随着互联网投融资信息业务体量的主动控制和支付收入的增长而出现一定波动；其中毛利率较高的投融资信息业务缩减对该项毛利率产生向下带动，整体参照电子支付同行业毛利率水平；
- 4、其他主营和其他业务按历史经验线性外推。

另外，该拆分口径主要依据全文的分析逻辑，并用于随后的估值分析，但与公司年报口径存在一定差异。历史数据与公司口径的误差约在 4~12%之间，处于可接受范围。我们对预测的合计数据做了相应比例的微调。

综上，预计公司整体保持 20%左右的收入增速，毛利率随着云服务占比提升而明显提升。

估值：未来两年估值快速消化

对于企业管理及信息化领域，采用分部估值法，即对传统软件收益采用 PE估值法、对云业务收入采用 PS估值法；对于工业互联网、金融科技等领域采用市场空间估值法。另外，对应年份的各项收入按上述预测为基准。

(1) 软件净利润还原：云业务处于研发投入和快速拓展阶段，按行业特点预计尚未盈利，对公司整体净利润短期有一定影响。2018年软件收入 55.8亿 (+8.7%)，2019H1软件收入 22.5亿 (+5.0%)，2019年(预测)为 60.0亿 (+6.8%)。按 2010~2014年间净利润约 13%计算(参考图表 47)，得到软件业务净利润 7.8亿)。

同时，从图表 48可以看到，用友网络所属的“软件行业指数”(882513.WI)的整体 PE 估值水平在 65倍(黄线)左右。

(2) SaaS估值水平：考虑一些国内 SaaS公司的收入中非 SaaS软件的收入占比不小且缺乏公开数据，我们参考 SaaS属性较强的海外公司判断可比 PS水平。如图表 49所示，典型 SaaS企业平均

PS约为 14倍，考虑用友云服务收入增速远高于对标公司，我们认为可保守按平均 PS倍数估值。

(3) 金融方面，电子支付、互联网投融资服务分别对标可比公司，按收入比例 2019 年估值分别约 23亿、34亿。

(4) 其他（中关村银行、友太安、投资公司等）：根据用友财报，中关村银行净资产 41 亿，按 1 倍 PB估值，且计算用友持股 29.8%，得到此部分估值约 14亿；友太安收购时估值 1亿；保守估计这些资产为 15~20亿估值。

通过以上分析，可以看到公司云收入估值水平快速消化，传统软件估值水平基本能保持但仍低于 2001~2018年整体水平（见图表 3和图表 51）。

综合以上，我们预计公司 2019~2020年净利润为 8.7亿、11.0亿和 15.1亿，对应 EPS为 0.35元、0.44 元和 0.61元。按分部估值方法，估值在未来 2年能快速消化，维持 买入 评级。

（报告来源：中银国际证券）

获取报告请登陆未来智库www.vzkoo.com。

立即登录请点击：[「链接」](#)