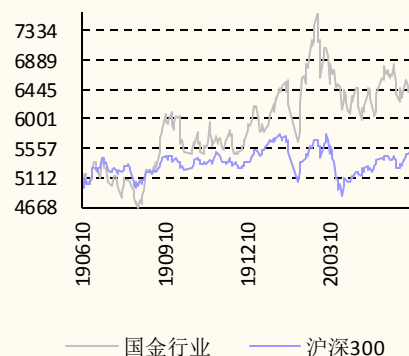


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金计算机指数	6414
沪深300指数	4001
上证指数	2931
深证成指	11181
中小板综指	10478


相关报告

1. 《为什么说 ARM 可能是国产计算架构的最优选择-计算机行业研究》，2020.5.24
2. 《信创红五月，重点关注中国电子和鲲鹏产业链-国金计算机周报》，2020.5.11
3. 《信创和网安，加速复苏-计算机行业点评》，2020.5.6
4. 《银行 IT，景气向上-国金计算机行业专题》，2020.4.28
5. 《鲲鹏生态加速落地-国金计算机周观点》，2020.4.19

金蝶 VS 用友：国产 ERP 龙头云转型殊途同归

行业观点

- **1、国内 ERP 市场龙头地位稳固，国产替代带来高端 ERP 市场机遇：**目前，在国内整体 ERP 市场中，用友、金蝶、浪潮占据前三，合计占比 78% 的市场份额，稳居市场龙头地位。但高端 ERP 市场超 50% 的份额仍被 SAP、Oracle 等国际 ERP 巨头占据，预计 2021 年中国整体 ERP 市场规模将达 381 亿元。随着中美摩擦加剧、创新可信政策不断推进，用友、金蝶等国产 ERP 厂商有望进一步扩大高端市场份额。
- **2、ERP 业务对比一，金蝶产品起步偏轻量、标准化，用友注重深入开发和项目集成：**金蝶凭价格优势与快交付的策略在中型企业市场提升份额，同时公司率先启动云转型，促其产品更偏向轻量化、标准化。用友重视产品线成熟度和完整度，对于高端、大型企业的定制化和私有化需求，注重交付和定制能力。
- **3、ERP 业务对比二，金蝶注重吸收客户，用友收购整合能力强：**由于 ERP 有一定程度的专业性，1+1<2 的情况时常发生。从实际层面来看，金蝶在处理并购问题时，较多的以吸收客户为主，并以自身研发能力为主整合产品；用友多年来在核心财务系统及 ERP 之外，进行了大量的收购整合，通过并购以最快的速度获得市场份额和相关产品。
- **4、ERP 业务对比三，龙头地位稳固，客户忠诚度高：**经过三十余年的发展，国产 ERP 市场已形成较为稳定的格局，用友金蝶的市场认可度和用户忠诚度越来越高，有望长期保持龙头地位。目前双方已形成覆盖大中小型客户基本可一一对应的完整产品线。
- **5、云转型之路开启一，SaaS 为未来发展方向：**金蝶 2011 年率先开启云转型，用友于 2017 推出首款云产品 U8 Cloud，云转型已成两家龙头的共识。但一方面 ERP 本身重交付、重实施的特点与 SaaS 轻量化、标准化要求相背离，另一方面对由于 ERP 与业务流程高度相关，大企业客户出于数据和信息安全的考虑，倾向于采用私有云或混合云的部署方式。金蝶用友目前云业务中均存在私有化部署及较长交付周期的现象，实现轻量化部署，降低交付周期，使得 ERP 产品 SaaS 化是两大龙头共同推进的方向。
- **6、云转型之路开启二，云原生与中台架构是关键：**我们认为，未来传统 ERP 实现 SaaS 化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构性问题，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。
- **7、估值：云 ERP 厂商高速增长期 PS 可达 27X，金蝶用友估值存在提升空间：**传统软件企业转云之后，随着云化比例提升，SaaS 业务由成长期到成熟期，其估值逻辑将逐步由 PE 估值法转为 PS 法估值。参考国际云 ERP 龙头 Netsuite 稳定增长期，PS 最高达 27x，目前金蝶、用友 10x-15x 的倍数，随着云转型的深入，金蝶、用友估值仍有较大提升空间。

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 软件云化接受程度不及预期；行业竞争加剧。

翟炜

 分析师 SAC 执业编号：S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

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

图表目录

图表 1：金蝶与用友的历史进程.....	5
图表 2：金蝶主营业务情况.....	6
图表 3：用友主营业务情况.....	6
图表 4：金蝶股权结构.....	6
图表 5：用友股权结构.....	6
图表 6：2016-2019 金蝶营业收入及增速情况.....	7
图表 7：2016-2019 用友营业收入及增速情况.....	7
图表 8：2016-2019 金蝶毛利及销售毛利率情况.....	7
图表 9：2016-2019 用友毛利及销售毛利率情况.....	7
图表 10：2015-2019 金蝶四大费用率情况.....	8
图表 11：2015-2019 用友四大费用率情况.....	8
图表 12：2016-2019 金蝶归母净利润及净利润率.....	8
图表 13：2016-2019 用友归母净利润及净利润率.....	8
图表 14：2016-2019 年金蝶、用友净现比情况.....	8
图表 15：2018-2019 人均创收对比（万元）.....	9

图表 16: 2018-2019 人均创利对比 (万元)	9
图表 17: 2019 年国内 ERP 市场竞争格局	9
图表 18: 2019 年国内高端 ERP 市场竞争格局	9
图表 19: 2015-2019 年金蝶 ERP 业务收入及同比	10
图表 20: 2015-2019 年用友 ERP 业务收入及同比	10
图表 21: 世界 500 强中国企业数量逐年增长	10
图表 22: 中国 ERP 市场规模	10
图表 23: 用友及金蝶 ERP 产品对比	11
图表 24: 金蝶与用友产品特点对比	11
图表 25: 金蝶与用友收购案例分析	12
图表 26: 用友 U8 Cloud 与金蝶 K3 Cloud 对标价格情况	13
图表 27: 金蝶与用友的云转型历程	14
图表 28: 金蝶云服务产品	14
图表 29: 用友云化转型产品	14
图表 30: 2015-2019 年金蝶云业务营收情况	15
图表 31: 2015-2019 年用友云业务营收情况	15
图表 32: 全球传统 ERP 和云 ERP 市场规模 (亿美元)	15
图表 33: 用友、金蝶与阿里、华为、腾讯展开深度合作	15
图表 34: 云原生的四大基本要素	16
图表 35: 云原生与传统部署方式的区别	16
图表 36: 传统单体架构下企业结构臃肿及模块重复	17
图表 37: 中台架构中和了前台与后台的需求	17
图表 38: 后 ERP 时代: 从 ERP 到 EBC	18
图表 39: 2018-2022 年中国数字中台市场规模	18
图表 40: 金蝶云苍穹架构图	19
图表 41: 金蝶云苍穹中台思想	19
图表 42: 数字中台主要类型	19
图表 43: 用友 IUAP 中台架构图	19
图表 44: 用友业务中台	20
图表 45: 用友技术中台	20
图表 46: 用友云服务产品及其部署方式	20
图表 47: 用友 NC Cloud 大型企业数字化平台	21
图表 48: 用友 YonSuite 产品	21
图表 49: 金蝶、用友典型云产品对比	21
图表 50: NetSuite 产品系列	22
图表 51: NetSuite 标准套件	22
图表 52: 2009-2015 年 NetSuite 营收情况	23
图表 53: NetSuite 市销率倍数及市值	23
图表 54: SAP 云业务收入及占比	23

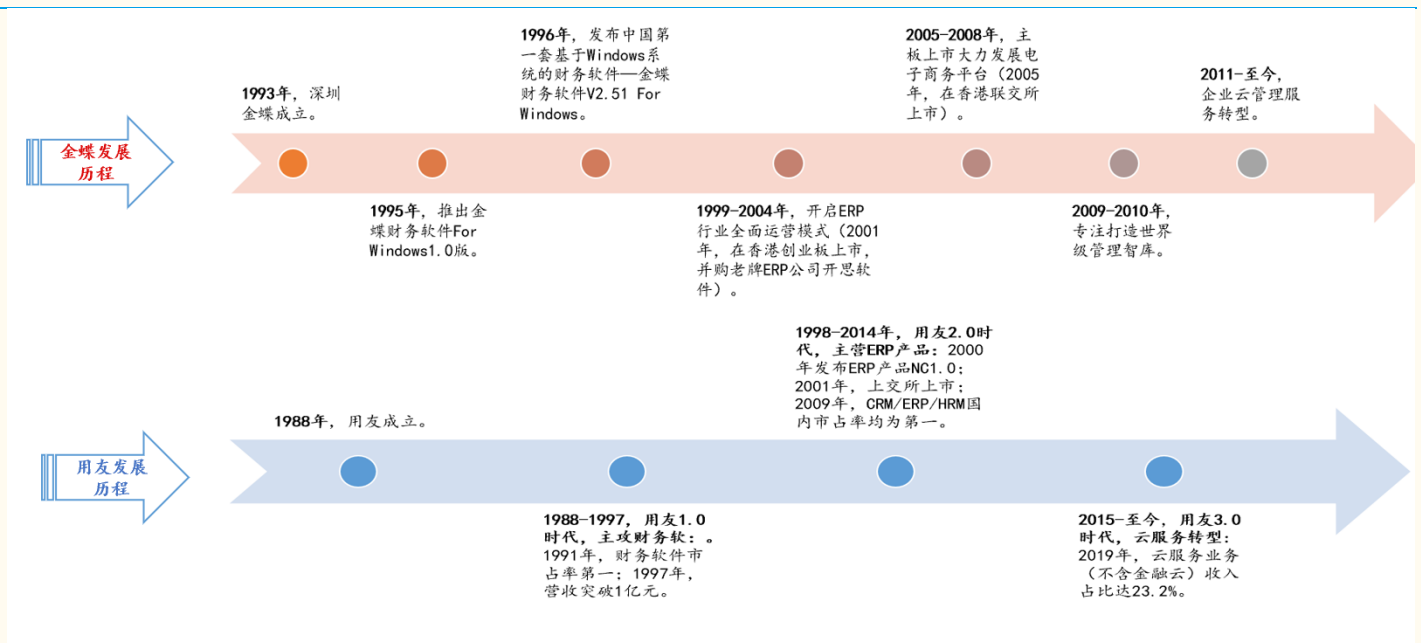
图表 55: SAP 市盈率、市销率及市值情况	24
图表 56: 金蝶市盈率、市销率及市值情况	24
图表 57: 用友市盈率、市销率及市值情况	24

一、金蝶、用友基本情况介绍

1.1 公司发展历程

- 金蝶在国内率先开启 ERP 软件的云化转型，为全球成长最快的独立软件厂商之一。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，登陆香港联交所，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 1：金蝶与用友的历史进程



来源：公司官网，国金证券研究所

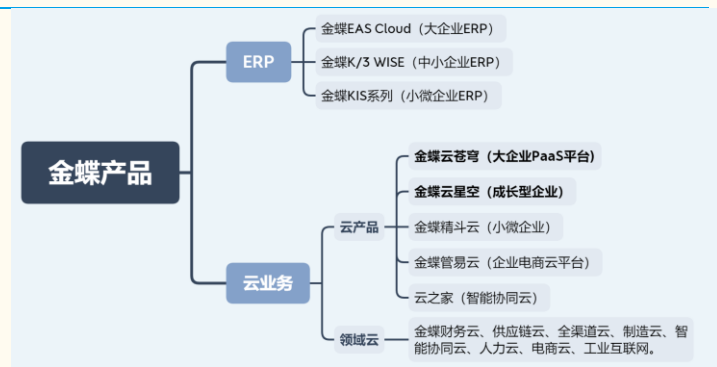
1.2 ERP 和云服务构成主业

- 金蝶主营业务分为两大类：**ERP 业务和云服务业务**。其中，ERP 产品主要包括金蝶 EAS Cloud（大型集团 ERP）、金蝶 K/3 WISE（中小型企业 ERP）、金蝶 KIS 系列（小微企业 ERP）。云服务业务主要包括云产品和领域云。其中，云产品主要为企业提供 PAAS 平台服务，包括云苍穹（大企业）、云星空（成长型企业）、精斗云（小微企业）、管易云（企业电商云平台）、云之家（智能协同云）；领域云主要为 license 产品，包括财务云、供应链云、渠道云等。2019 年年报显示，金蝶云服务业务同比增长 54.7%，占集团整体收入 39.5%，其中金蝶云苍穹作为国内首款自主可控及云原生架构的大企业云服务平台，在大企业市场取得突破，实现收入近 6000 万元，获得 130 家新客户；金蝶云星空持续保持出色态势，收入同比增长

43.5%，客户续费率高达 90%，累计服务客户超过 13800 家，同时大力发展公有云渠道，累计公有云渠道客户近 4000 家。

- **用友 3.0 战略新时期，公司以企业云服务为核心业务，云服务、软件、金融服务融合发展。**其主营业务按产品划分为三块：技术服务与培训、软件产品、高中低端客户服务收入。其中，技术服务与培训占营业总收入比重超过 50%，软件产品占比约为 30%-40%，分布较为稳定。公司的云服务经营模式为企业客户与公共组织提供 PaaS、SaaS、BaaS、DaaS 等服务，以客户规模及行业划分为五类：大型企业服务业务、中型企业服务业务、小微企业服务业务、政府与其他公共组织服务业务、金融等其他服务业务。目前，公司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。

图表 2：金蝶主营业务情况



来源：金蝶官网，国金证券研究所

图表 3：用友主营业务情况

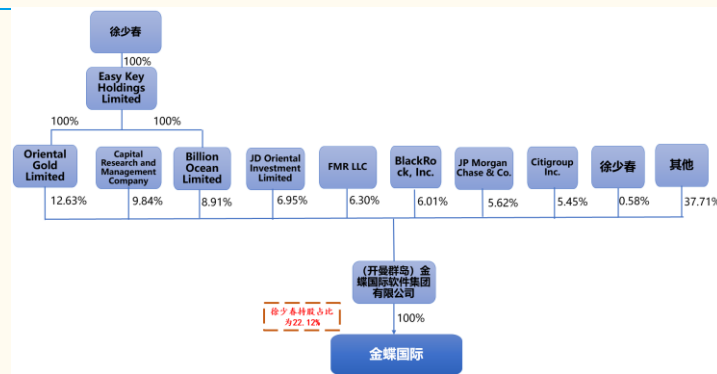


来源：用友官网，国金证券研究所

1.3 股权结构：金蝶较为分散，用友相对集中

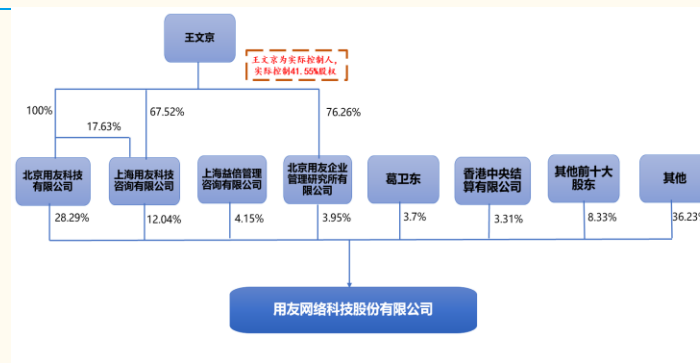
- **金蝶股权较为分散，徐少春实际持股 22.17%。**目前，公司实际控制人为徐少春先生，徐少春直接持有 0.58% 的股权，通过 Oriental Gold Limited 和 Billion Ocean Limited 分别间接持有 12.63% 和 8.91%，合计持有 22.17%，为公司实际控制人。
- **用友股权相对集中，王文京实际持股 41.55%。**目前，用友实际控制人为王文京先生，王文京未直接持股，通过北京用友科技、上海用友科技、北京用友企业管理研究有限公司等三家子公司间接持股比例达 41.55%，为公司实际控制人。

图表 4：金蝶股权结构



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 5：用友股权结构

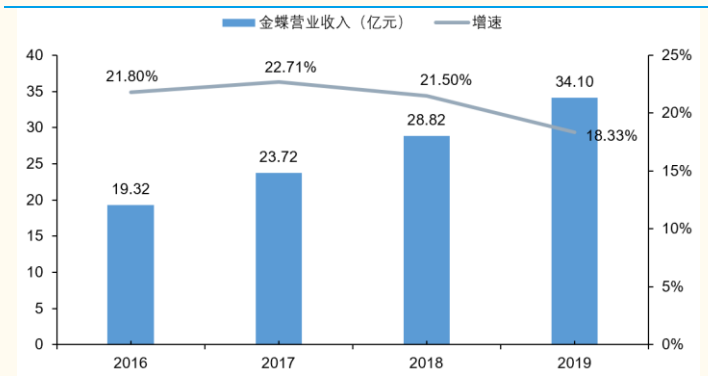


来源：用友官网，国金证券研究所

1.4 基础财务：营收增速放缓，毛利率有所下降

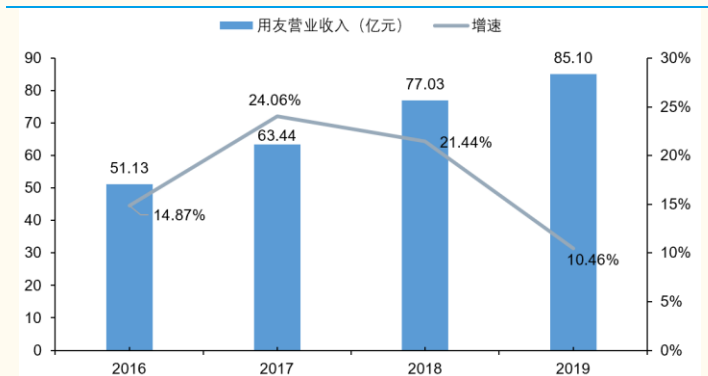
- **用友收入规模较大，但增速低于金蝶。**从增速来看，从 2018 年开始，受行业影响增速均呈放缓趋势，至 2019 年金蝶营收增速为 18.33%，用友为 10.46%，金蝶领先于用友。从收入体量上看，用友营收为 85.10 亿元，金蝶为 34.10 亿元，用友约为金蝶的 2.5 倍。

图表 6：2016-2019 金蝶营业收入及增速情况



来源：wind，国金证券研究所

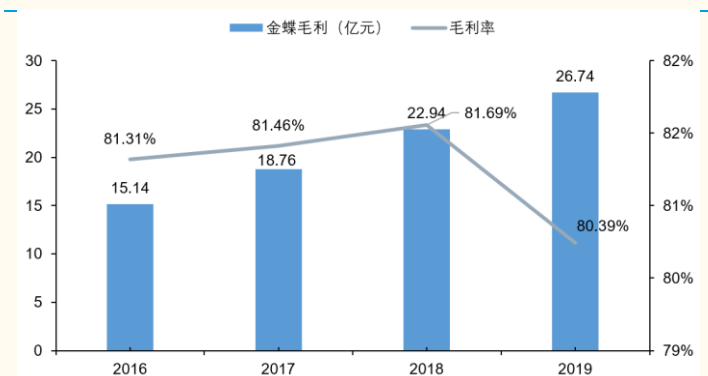
图表 7：2016-2019 用友营业收入及增速情况



来源：wind，国金证券研究所

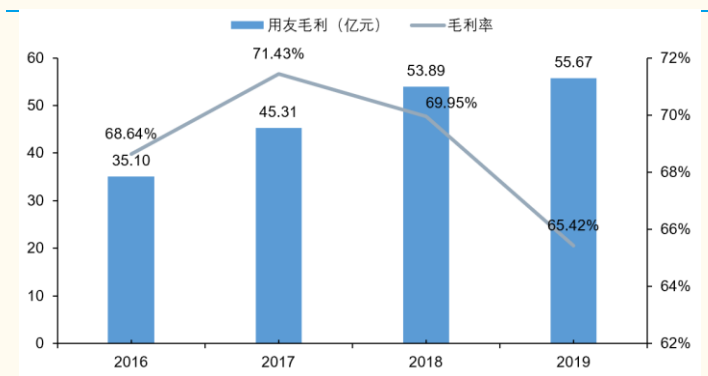
- 毛利率均有所下滑。2019 年金蝶毛利率为 80.4%，相比去年同期下降 1.3%，2019 年公司进入转型期，开始大规模云转型，云客户数量增长导致 IaaS 成本增加，使得公司毛利率小幅度下滑，但是我们认为，这是所有云转型企业必经的阵痛阶段。
- 2019 年用友毛利率为 65.4%，相比同期下滑 4.5%，其中营收占比 62.7% 的技术服务及培训产品毛利率为 48.3%，据去年同期下降 5.6%，对公司毛利率影响较大，导致用友 19 年毛利率下滑。

图表 8：2016-2019 金蝶毛利及销售毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

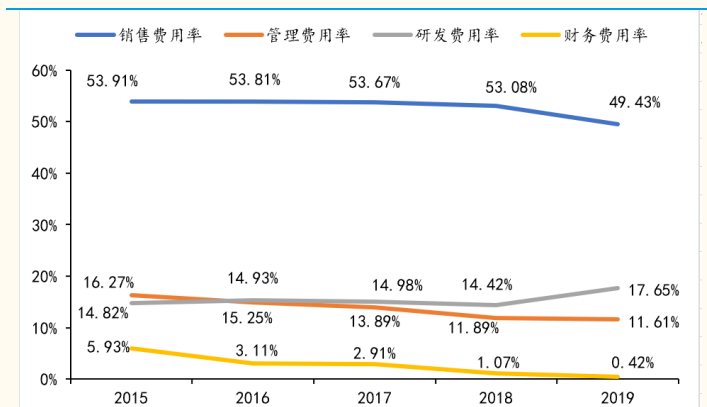
图表 9：2016-2019 用友毛利及销售毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

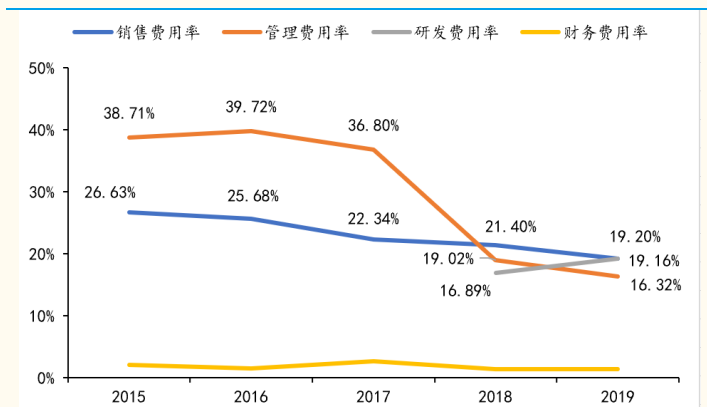
- 金蝶偏销售，用友重管理。根据 2015-2019 年费用数据统计，金蝶销售费用率最大，2015-2018 年均在 53% 以上，2019 年有所下降，为 49.43%，但仍然处于较高水平。而用友则在管理方面花费较大，2015-2017 年管理费用率年均在 36% 以上，2018 年开始用友有意控制管理费用，管理费用率大幅下降，到 2019 年降至 19.20%。从研发费用率来看，2018-2019 年用友研发费用率要高于金蝶 2 个百分点左右。用友在管理和研发方面投入较大，而金蝶在销售方面投入较大，这与两家企业的产品类型及客群对象有关，用友产品重项目集成、大客户较多，客户粘性相对较强；而金蝶客群以中小企业为主，客户忠诚度较弱，需不断开发维护，因此销售投入较高。

图表 10：2015-2019 金蝶四大费用率情况



来源：wind，国金证券研究所

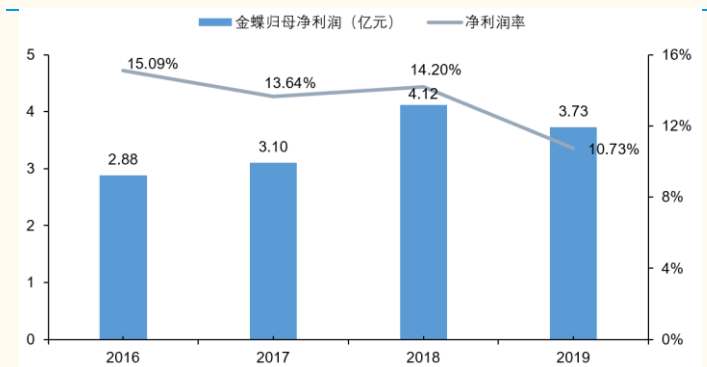
图表 11：2015-2019 用友四大费用率情况



来源：wind，国金证券研究所

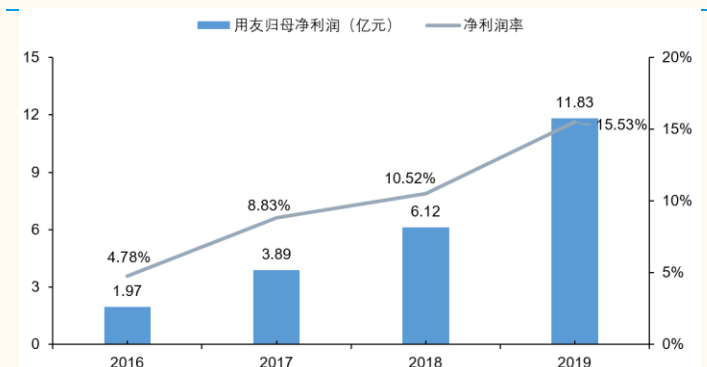
- 金蝶净利润有所下降，用友净利润快速增长。2016-2019 年，用友归属母公司股东净利润从 1.97 亿元迅速增长到 11.83 亿元，几乎连年实现近两倍的涨幅，净利润率也从 4.78% 增长到 15.53%，涨势迅猛；金蝶归属母公司股东净利润涨幅不大，净利润率稍有下跌，相较于用友较为平稳。

图表 12：2016-2019 金蝶归母净利润及净利润率



来源：wind，国金证券研究所

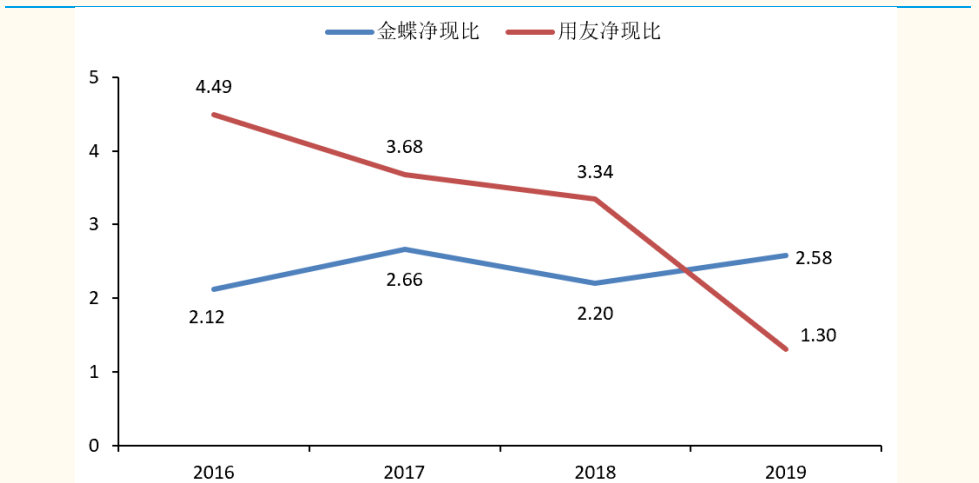
图表 13：2016-2019 用友归母净利润及净利润率



来源：wind，国金证券研究所

- 从净现比来看，金蝶经营质量优于用友。2016 年开始，金蝶净现比从 2.12 提升至 2.58，稳定维持在 2.0 以上，说明公司净利润中现金流量比例较大，公司盈利质量好，现金流充足。用友净现比，自 2016 年开始逐年递减，至 2019 年用友净现比降至 1.30，说明公司现金流呈现逐年下降趋势。

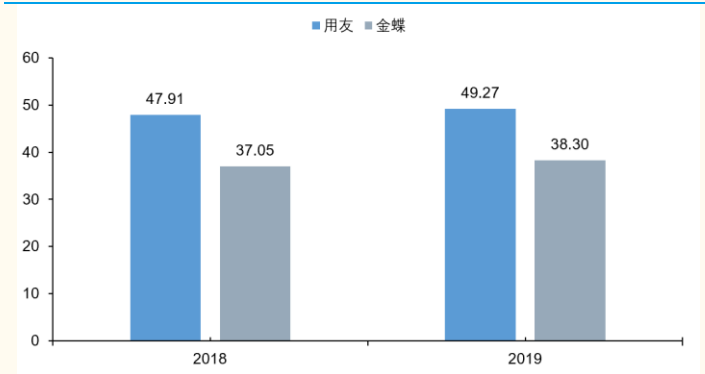
图表 14：2016-2019 年金蝶、用友净现比情况



来源：Wind，国金证券研究所

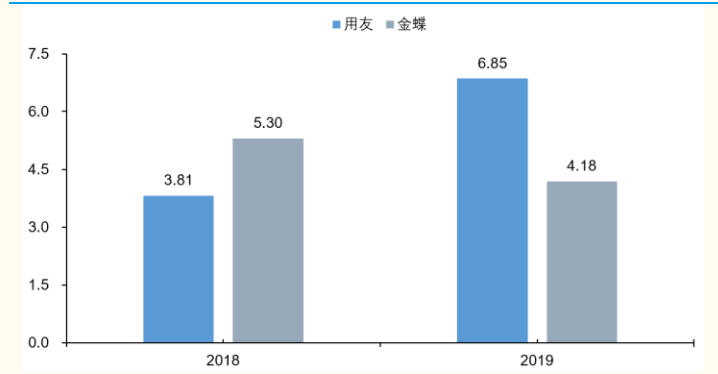
- 人均创收保持稳定，用友人均创利增长领先。目前，用友员工总数为 17271 人，其中销售人员占比 16.25%，技术人员占比 35.12%；金蝶员工总数为 8903 人。人均创收与创利方面，2018-2019 年，用友的人均创收分别为 47.91 万元、49.27 万元，变动较小，而人均创利从 3.81 万元增长到 6.85 万元，同比增长 80%；金蝶 2018-2019 人均创收变动也同样不大，但人均创利下降了 21%。

图表 15：2018-2019 人均创收对比（万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：2018-2019 人均创利对比（万元）



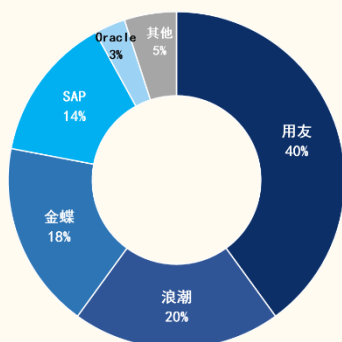
来源：wind，国金证券研究所

二、传统 ERP 领域，金蝶、用友保持国产龙头地位

2.1 国产替代为用友、金蝶扩展高端 ERP 市场份额带来机遇

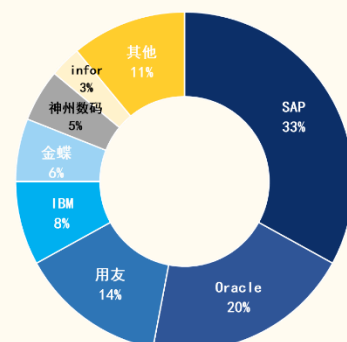
- 国内 ERP 主要竞争格局由国际 ERP 龙头企业 SAP、Oracle 以及国产 ERP 龙头金蝶、用友组成。对标国外市场发现，ERP 行业一般情况下份额将向头部厂商聚集，未来顺应国产替代政策扶持以及性能更迭，中国 ERP 市场将由金蝶、用友逐渐占据主导地位。目前，用友、浪潮、金蝶分别以 40%、20%、18%，占据中国市场前三，合计 78%，远远高于 SAP、Oracle 等海外企业。国内企业由于性价比高、政策扶持等因素，主要在央企、国资企业以及中小型企业领域占据优势，但是在高端 ERP 市场，国产厂商稍显劣势，海外龙头企业仍占据主导，其中 SAP 占据 33% 的份额，Oracle 占据 20% 份额，超过一半的空间都被海外厂商占据，因此国产替代还有很大空间。中国企业信息化需求持续旺盛，国内 ERP 市场将维持高速增长趋势。

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

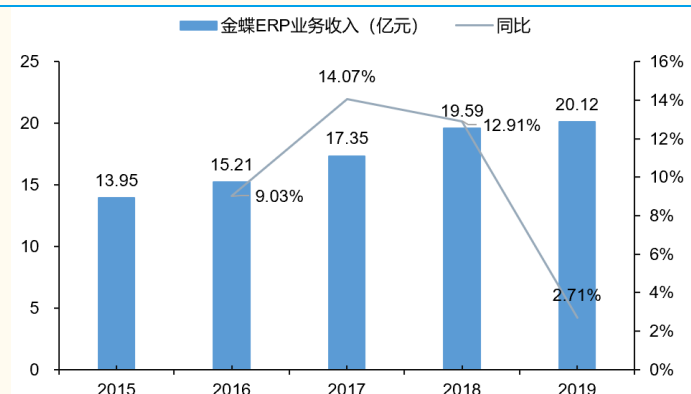


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 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

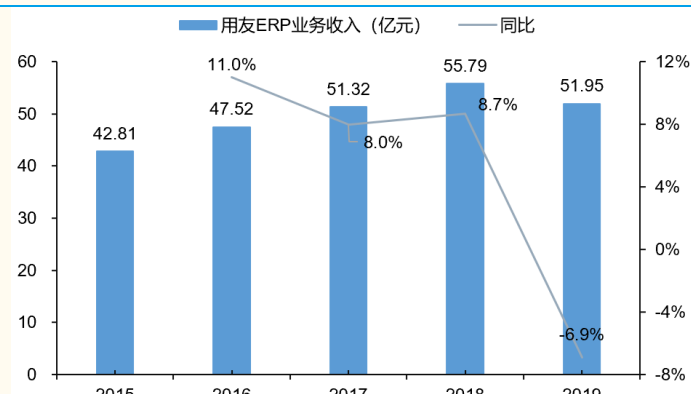
2.7%，增速较上年大幅放缓；用友方面，2019 年，ERP 业务收入 51.95 亿元，同比下降 6.9%。

图表 19：2015-2019 年金蝶 ERP 业务收入及同比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：2015-2019 年用友 ERP 业务收入及同比



来源：Wind，国金证券研究所

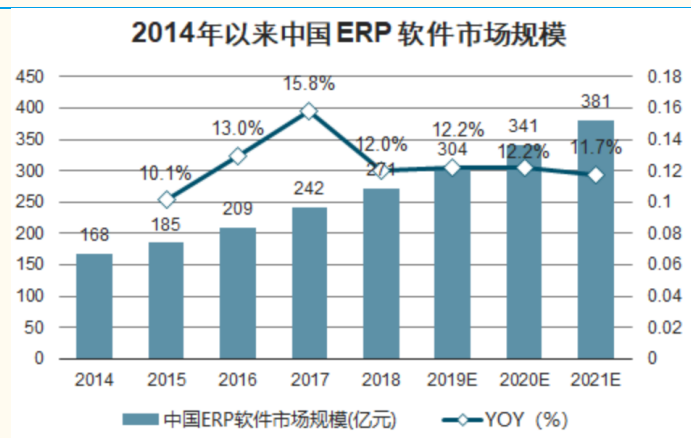
- **高端 ERP 市场，国产替代空间巨大。**随着中美贸易摩擦不断升级，国家将持续在政策、资金等方面对硬件设施及基础软件行业进行支持，ERP 作为企业信息化及企业管理系统的核心，全面管控企业生产和经营，其信息安全问题越发受到重视。2019 年，世界 500 强企业中，中国企业数量 129 家，随着高端市场对于 ERP 国产替代的需求增加，ERP 自主可控将成为必然趋势，特别是在央企、国资企业、大型跨国企业以及关键行业等高端 ERP 市场，仍有超过 50% 市场被国外厂商占据，替代空间近百亿，国产 ERP 厂商业务量有望迎来新一轮增长。

图表 21：世界 500 强中国企业数量逐年增长



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



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 23：用友及金蝶 ERP 产品对比

用友						
面向大型企业		面向中型企业		面向小微企业	覆盖行业	
用友NC6	大型企业管理与电子商务平台	用友U8+	全面信息化管理平台	畅捷通T+	政务、工业、医疗建筑、金融、汽车教育、餐饮、烟草能源、广电、审计公共事业、智慧园区	
用友U9	大中型离散制造企业管理平台			畅捷通T1		
用友智能工厂	智能制造现场管理平台	用友PLM	企业研发创新管理平台	畅捷通T3		
用友HCM	人力资本管理平台			畅捷通T6		
金蝶						
面向大型企业		面向中小型企业		面向小微企业	覆盖行业	
金蝶EAS Cloud	为大型集团企业提供一体化管控解决方案，广泛适用于资本管控型、战略管控型及运营管控型的集团企业。	金蝶K/3 WISE	完整支撑成长型企业业务应用的数字化管理平台，实现云服务、ERP、物联网的融合。	金蝶KIS	面向小微企业量身打造的管理软件品牌，包含多个系列产品，以订单为主线，以财务为核心，通过移动终端实现实时监控。	金融科技、餐饮、财税服务、电商、工业制造、家具、医药、电子、食品全渠道零售、日化汽车经销商、教育

来源：用友、金蝶官网，国金证券研究所

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低；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，面对大型客户的苍穹云收入 6000 万元，新增合约 2 亿； 面向中型企业星空收入 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，面向大企业发布了全新一代企业云服务平台 iuap5.0，云平台累计签约 500 多家行业龙头客户； 面向中型企业的云服务产品持续创新，率先推出了基于云原生架构、一体化、智能化的云服务套件产品 YonSuite，并全公有云部署； 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赋能近 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）在产品和技术方向很有前景；（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 25：金蝶与用友收购案例分析

金蝶	用友
2001 年，收购老牌 ERP 劲旅开思，试图巩固中国 ERP 龙头地位。 优势：补充专业团队、增加客户、吸收技术。 问题： 1、人员流失比较严重：原开思创始人陈佳、程强分别离开金蝶开设新公司与金蝶展开竞争，吴刚被调离原来开思团队，并与金蝶整合思路有较大冲突。人员流失约 20% 2、文化、技术整合难：整合后撤销原有开思营销部门导致开思人员落差较大，不能及时跟上金蝶营销，思路仍然停留在财务软件销售部分。同时整合产品 TEEMS 不能及时开发，导致金蝶不得不重新开发高端产品 EAS。	2001 年，用友 2000 万收购台湾汉康，此举是用友想摘掉“财务”的帽子，转型 ERP，此次收购算是成功的，给用友产品植入了制造模块，从产品上做了极大地补充。
2006 年，收购歌利来，由于与金蝶互补性不强，解散了原有管理层团队。	2003 年，用友 4260 万收购安易软件，当年安易软件在政府行业风头正劲但由于创始人严邵业个人身体原因，最终用友宣布用友和安易成立新公司，用友占 68% 的股份，并由郭新平出任董事长。用友安易也是现在用友政务的前身。
2010 年，金蝶收购普维，普维的人马全部到金蝶总部上班	2008 年，用友斥资 3.8 亿收购方正春元，被认为是消灭竞争对手的一次收购，几年之后，方正春元的原因团队基本都已出走，再次成立政务软件公司，与用友展开竞争。
2016 年，收购管易云，创始人离队，管理层动荡；后被并入到金蝶管易云事业部	2008 年，收购 TubroCRM，被用友收购后，被并入原 U8，现在优普的序列。
	2009 年 6 月，用友收购迈特，随后迈特的产品和人马变成了用友的 PLM 事业部。
2018 年 1 月，以 5 千万美元战略投资纷享销客，成为单一大股东。强化了金蝶云战略在 CRM 领域的布局，完善面向客户的数字化转型方案。	2009 年 12 月，4300 万收购时空超越，几年后，时空超越团队基本离开，产品被废弃。
2018 年 11 月，以 1.84 亿元战略投资薪人薪事，补齐了金蝶在中小企业 HR 领域的短板，金蝶自身还是做大型企业市场，而小企业市场则与薪人薪事对接。	2010 年 1 月，有 3 千万元收购尚南科技，用友正式进军 BI 领域。
	2010 年 6 月，以 4.91 亿元收购上海英孚思为 100% 股权，友公司迅速进入汽车行业信息化和咨询服务市场并占居领导地位；英孚思团队套现退出。
	2015 年 5 月与 2016 年 10 月分别收购畅捷通支付 24.9% 和 55.82% 股权，并以 1 亿元增资畅捷通支付，合计持有畅捷通支付 85% 股权。畅捷通作为用友主要支付服务平台，将公司现有业务 NC、U8、U9 产品及相关解决方案与支付业务对接，提升公司原有产品和方案的竞争力。
	2017 年 8 月，以 6711 万元受让上海大易 29.82% 股权，填补用友在人力资源云的空白。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

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

- 用友主要聚焦大型企业、央企以及部分国资企业；而金蝶依靠价格优势聚焦中小型企业。目前，在北方地区用友市占率约为金蝶的三倍，上海等南方地区约为金蝶的两倍。但金蝶客户数量超过用友，成交单次多，客单价相较于用友较低。
- 产品单价及客单价用友高于金蝶。用友客户群体中大型客户更多，需求更多，客单价往往更高；其次，对于同样功能的产品 License 而言，用友的单价一般是金蝶的 1.3 倍左右；最后，从实施维度看，同样项目，用友所使用的人天也较金蝶更多。

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
	企业建模平台	60,000	-	集成平台	60,000	
财务会计	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	
	合并报表	100,000		合并报表	80,000	
供应链	采购管理	70,000	7,800	采购管理	60,000	6,800
	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		组织间结算	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

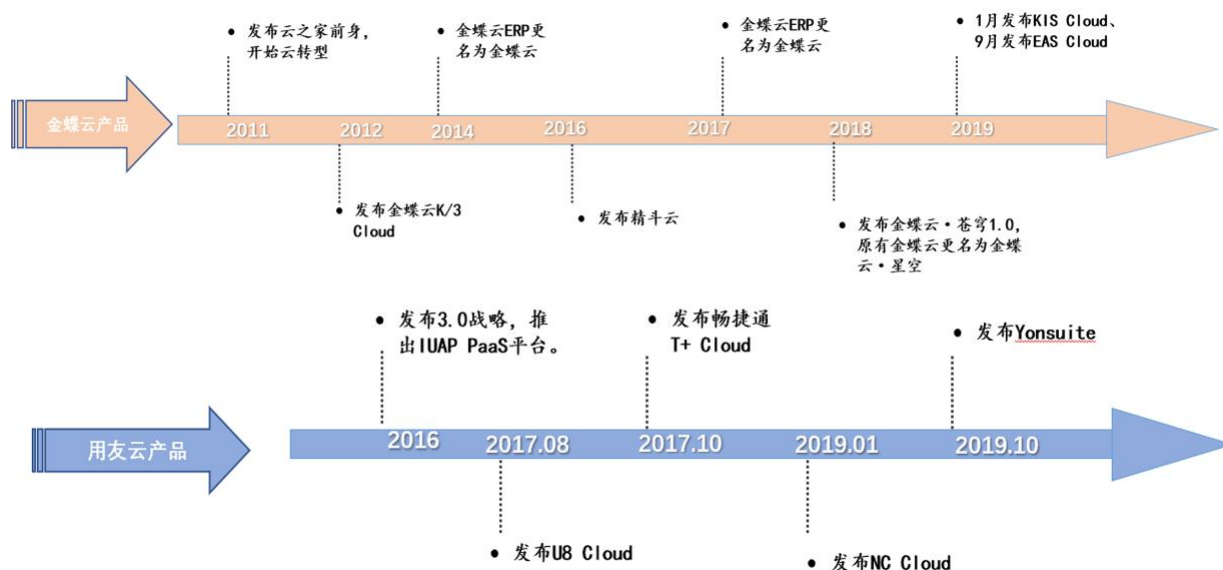
来源：公开报价，国金证券研究所

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 27：金蝶与用友的云转型历程



来源：各公司官网，国金证券研究所

- **壮士断腕，双方均选择停售一些端产品。**为了加速云转型，金蝶、用友均选择停售部分端产品以推进云产品推广进度。金蝶 19 年推出 EAS Cloud、KIS Cloud，20 年将停止 K3 WISE、KIS 旗舰版和 KIS 专业版等端产品销售。而用友于 2019 年推出 NC Cloud 后，也宣布原则上停售 NC 系列产品。

图表 28：金蝶云服务产品

领域	ERP业务	云服务业务
大型集团企业	金蝶EAS	金蝶云·苍穹
中大型企业	金蝶K/3 WISE	金蝶云·星空
小微企业	金蝶KIS	精斗云
电商企业		管易云
车企		车商悦
移动办公		云之家

来源：用友官网，国金证券研究所

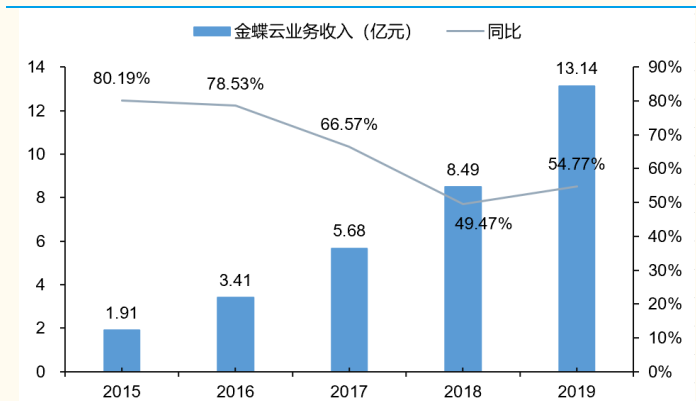
图表 29：用友云化转型产品

领域云	YonSuite	行业云	小微企业云
NC Cloud	营销电商一体化	政务云	云市场
U8 Cloud	产销供一体化	制造云	畅捷通
精智·工业互联网平台	业财税一体化	医疗云	薪福社
营销云	人力协同一体化	建筑云	畅捷支付
采购云	通信云	金融云	用友广信
财务云	工程云	汽车云	

来源：金蝶官网，国金证券研究所

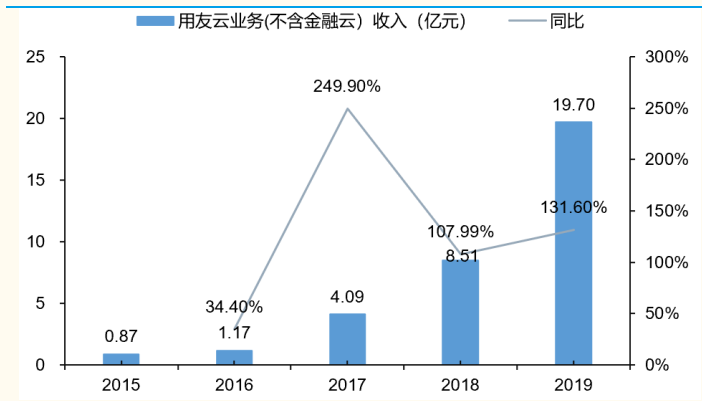
- **金蝶云业务持续发力。**2019 年金蝶云服务业务营业收入为 13.14 亿元，占总体营收的 39.51%。2014 年开始金蝶将公司业务构成划分为 ERP 业务及云服务业务，2014-2019 年，云服务业务处于快速增长期，从 14 年的 1.06 亿元快速增长至 19 年的 13.14 亿元，且有望持续发力。2020 年 1 月份后，金蝶取消大多数端产品服务，金蝶 KIS 专业版、KIS 旗舰版、K3 WISE 等软件业务均停止拓客，开始主推精斗云、金蝶云·苍穹、金蝶云·星空等云产品。
- **用友云业务快速追赶，增长势头强劲。**用友云服务主要包括云平台（PaaS）、应用服务（SaaS）、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 30：2015-2019 年金蝶云业务营收情况



来源：Wind，国金证券研究所

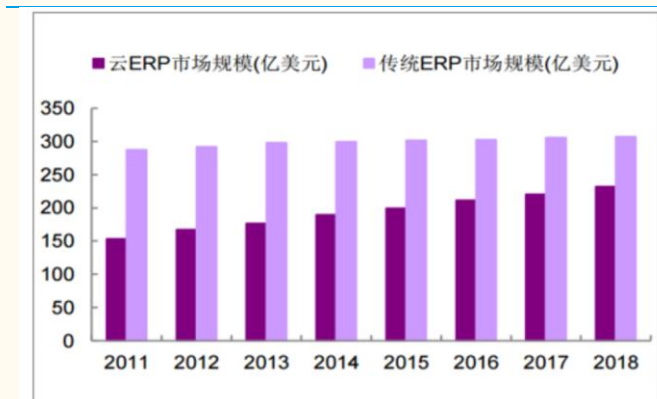
图表 31：2015-2019 年用友云业务营收情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 金蝶、用友云产品目前均支持多种部署方式并需要较重的交付，但 SaaS 化是未来共同的方向。从云产品部署方式来看，金蝶、用友目前均提供公有云、私有云、混合云三种部署方式，且各钟部署方式实施交付周期仍较长，与真正的 SaaS 产品尚有差距。究其原因，一方面 ERP 本身重交付、重实施的特征与 SaaS 轻量化、标准化要求相背离，另一方面由于 ERP 与业务流程高度相关，大企业客户出于数据和信息安全的考虑，倾向于采用私有云或混合云的部署方式。但随着云计算技术的不断发展和安全性的增强，实现轻量化部署，降低交付周期，使得 ERP 产品 SaaS 化是两大龙头共同推进的方向。
- 金蝶、用友加速与阿里、腾讯、华为等公有云巨头厂商展开合作。目前，在合作伙伴方面，金蝶、用友均与阿里、华为、腾讯等公有云巨头强强联手，在公有云领域进行深度合作，企业有望长期向好。

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

合作伙伴	公司	合作内容	公司	合作内容
阿里	金蝶	2019杭州云栖大会上，金蝶软件和阿里云计算合作升级。双方共同致力于打造面向中大型企业客户的云生态，助力企业数字化转型。构建新零售及小微企业解决方案和生态体系。阿里云和金蝶的战略合作始于2014年。目前金蝶旗下金蝶管易云、金蝶精斗云已经在电商新零售、云应用市场等领域与阿里均有广泛和深入的合作。	用友	在云计算领域，阿里云将成为双方生态合作的统一平台。根据协议，用友旗下多款产品逐步迁入阿里云，在云上向企业提供SaaS化的服务。企业将可一站式获得阿里云计算支持，以及用友网络提供的行业解决方案。阿里巴巴和用友网络两个生态体系也将在阿里云平台上实现融通。
		2020年1月，腾讯正式启动“SaaS技术联盟”，基于解决SaaS厂商互联互通、高效集成、研发效能的问题，从而提升SaaS厂商的研发和交付效率。金蝶、用友、微盟等外部SaaS厂商，以及企业微信、腾讯会议、企点等腾讯内部SaaS产品，将共建技术中台。		在电子商务领域，双方将为企业客户提供数据共享机制，使电商数据能够回流到企业内部。用友将推出一款电商ERP“电商通”，为企业客户在淘宝、天猫等电商平台上进行订单处理提供服务。
腾讯	用友	2019年9月，金蝶与华为联合发布金蝶云·苍穹+GaussDB解决方案。该方案已通过华为云鲲鹏云服务兼容性认证，帮助客户更好的构建PaaS+SaaS一体化企业级云服务平台，助力华为构建系统云化，双方共同构建鲲鹏产业生态，合作伙伴关系进一步升级。	华为	2020年1月，腾讯正式启动“SaaS技术联盟”，基于解决SaaS厂商互联互通、高效集成、研发效能的问题，从而提升SaaS厂商的研发和交付效率。金蝶、用友、微盟等外部SaaS厂商，以及企业微信、腾讯会议、企点等腾讯内部SaaS产品，将共建技术中台。
				2019年第四届华为全联接大会，用友作为华为云战略级合作伙伴深度参与此次大会，与华为联合发布企业数字化应用平台、联合发布智慧财经解决方案。用友荣获“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”两项殊荣。

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构性问题，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

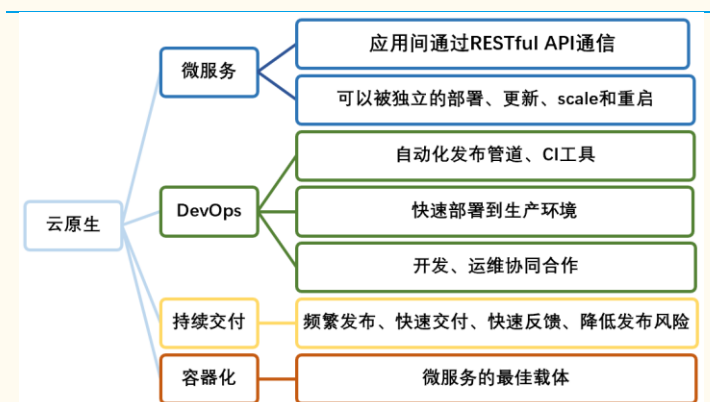
■ 3.2.1 云原生技术可消除组织架构协作壁垒，缩短实施周期

- 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 DevOps、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 IT 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 34：云原生的四大基本要素



来源：Pivotal 官网，国金证券研究所

图表 35：云原生与传统部署方式的区别

	本地部署的传统应用	云原生应用
编程语言	往往采用C/C++、企业级Java编写	用以网络为中心的Go、Node.js等新兴语言编写
更新	可能需要停机更新	应该始终是最新的，需要支持频繁变更，持续交付，蓝绿部署
扩展性	无法动态扩展，往往需要冗余资源以抵抗流量高峰	利用云的弹性自动伸缩，通过共享降本增效
依赖性	对网络资源，比如IP、端口等有依赖，甚至是硬编码，依赖系统环境	对网络和存储都没有限制，不会硬连接到任何系统环境，而是依赖抽象的基础架构，从而获得良好移植性
运维	通常人肉部署手工运维	自动化
架构	有些是单体应用，或者强依赖	纵向划分服务，模块化更合理

来源：公开资料整理，国金证券研究所

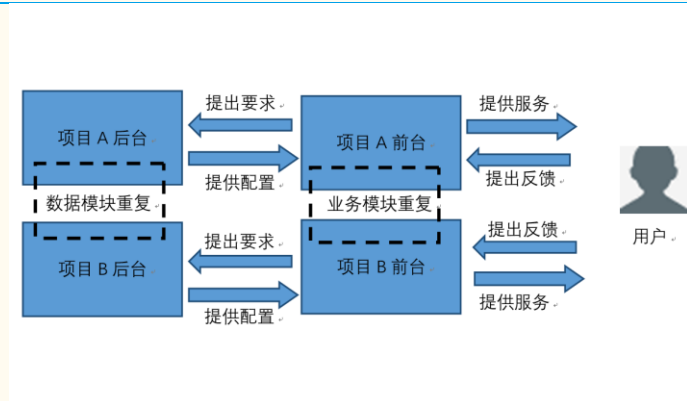
■ 3.2.2 中台架构为传统 ERP 架构数字化转型的关键

- 中台概念是阿里首创，目的是整合内部资源以服务前端。传统的 IT 组织架构为烟囱式，以阿里为例，分别有天猫和淘宝两大电商平台，平台独立运作，独自建立搜索服务，客户信息不能实现共享。在传统烟囱式架构下，前端应用想要做出改变需要后端业务、数据、技术的整体变革，无法进行快速响应。而中台的出现将这些前端业务所需资源的共性抽取出来，形成为前台应用服务的业务、数据、技术支撑。阿里在推出淘宝后，又推出了很多其他新式电商平台，其中不乏失败案例，所以迭代的速度成为核心要素。在大中台支撑下，前端的应用得以快速迭代、反复试错。
- 传统 ERP 的架构下，企业的前中后台被人流、物流、信息流高度关联，ERP 过于缓慢，一些供应、报销、采购、销售等与外界交流较多的模块需要定制化开发和实时更新。具体而言，在企业发展、业务扩展过程中，存在着两个问题：第一，许多业务需求或功能需求高度类似、通用化程度很高，但是由于没有专门的团队负责规划和开发，大量的系统重复开发、重复建设，导致复用性低、效率低、产研资源浪费、用户体验不统一；第二，在早期业务发展过程中，为了解决一些当下的业务问题，垂直的、个性化的业务逻辑与基础系统耦合太深，由于没有平台性质的规划，横向系统之间、上下游系统之间的交叉逻辑也

非常多，导致在新业务、新市场的拓展过程中，系统没法直接复用，甚至无法快速迭代。

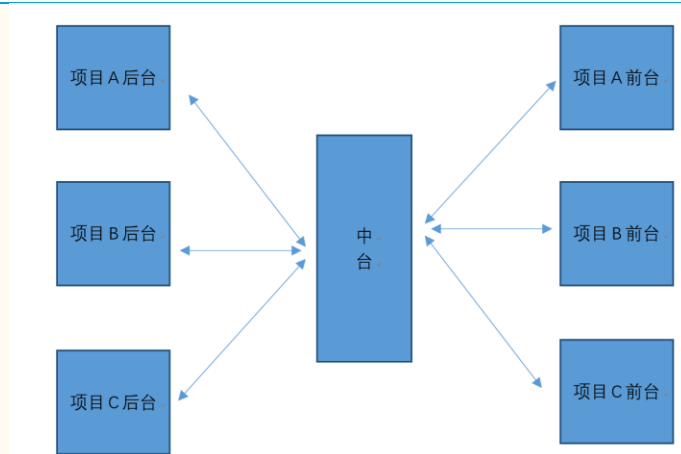
- 中台的出现，中和了快速迭代前台和稳定可靠后台的速度，将数据结构固定的数据输送给强大的后台处理和保存，同时将数据、技术、业务服务化并向前台输出支持前台的快速迭代。首先，中台架构有助于企业敏捷度提升，由于业务需求变化快，开发团队对于一个单体大型应用的变更变得越来越困难，将大应用变为多个小的应用组合，更能适应外部的快速变化，实现业务的敏捷。其次，解耦，随着业务的发展，业务系统之间的交互通常会变得越来越复杂，一个功能的修改可能会影响很多方面，将需要大量交互的功能独立，从应用中拆解出来，这样可以使得应用之间耦合度大幅下降；最后，复用，一些公共的能力通过复用，大大提高了开发效率，避免了重复建设，同时使得数据和流程可以集中得以管理和优化。整体而言，中台解决方案的组成=能力输出+标准化中间件：能力输出为不同的前台业务提供可以重复使用的能力，形成一次建设多次使用；标准化中间件则是整合能力，并封装头尾。

图表 36：传统单体架构下企业结构臃肿及模块重复



来源：CSDN、国金证券研究所

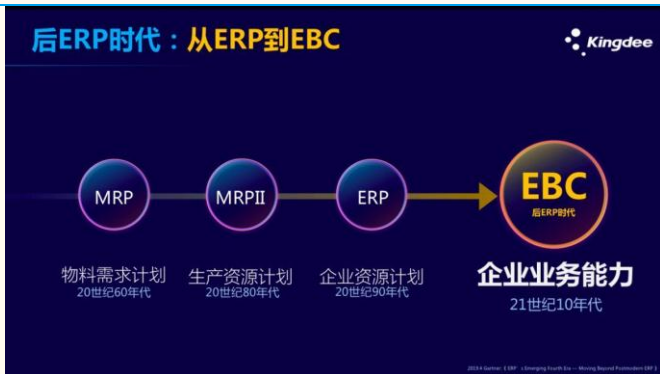
图表 37：中台架构中和了前台与后台的需求



来源：CSDN、国金证券研究所

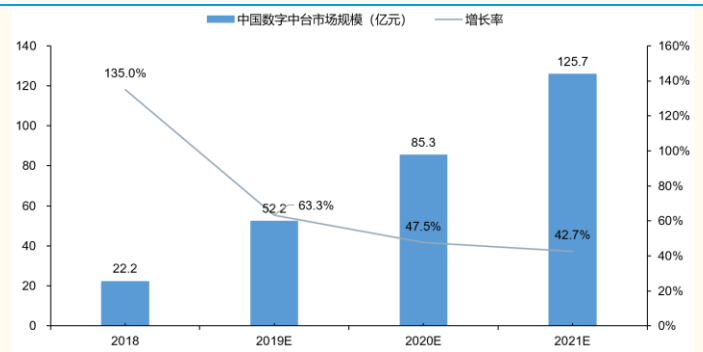
- Gartner 提出了在后 ERP 时代，企业 ERP 应该当走向 EBC（企业业务能力）。从传统的 MRP、MRP2 到 ERP，这个建设过程之中更多是面向企业内部的资源和能力，而 EBC 的提出是更多的倾向于企业的外部协同和生态的能力。企业业务能力（EBC）指企业将资源、信息、流程和外部环境等因素进行综合利用，为满足客户需求和响应速度而提供的工作方法和手段。EBC 和 ERP 有本质区别，其目的是为了满足不同客户的需求和速度，以客户为出发点。企业管理从 ERP 时代进入 EBC 时代，企业数字化平台也从传统烟囱式单体架构向新一代共生式数字化平台跃迁。EBC 是 ERP 向下标准化的结果，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 38：后 ERP 时代：从 ERP 到 EBC



来源：Gartner，国金证券研究所

图表 39：2018-2022 年中国数字中台市场规模



来源：Gartner，国金证券研究所

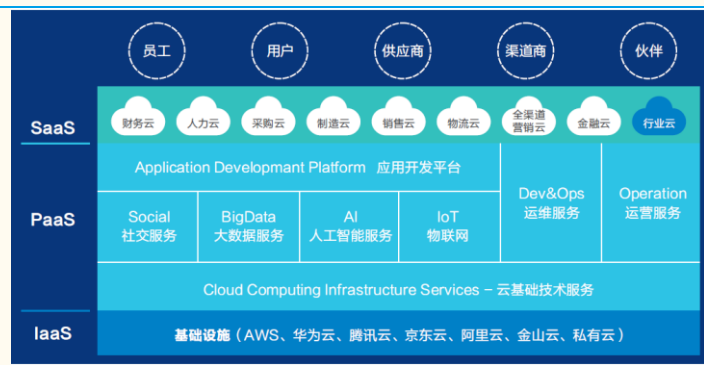
- 共生商业、人人管理、以及背后的中台架构，是当下数字化转型的新方向。随着“新基建”正在颠覆传统的数字基础设施，数字共生时代，平台化成为新一代企业 IT 建设的关键；在企业领域，传统单体架构严重阻碍企业数字化转型之时，中台架构将是其实现突围的关键。

3.3 金蝶、用友实施中台战略，加速布局云原生架构产品

■ 3.3.1 金蝶云苍穹实施中台战略

- 金蝶云苍穹，积极实施中台架构，利用云原生技术助力企业快速构建企业业务能力。2019 年，金蝶面向大企业推出苍穹云产品。苍穹云，架构上摒弃传统 ERP 单体架构，采用中台架构，包括业务中台、数据中台和技术中台等，并在国内率先采用云原生技术打造新一代的企业云服务平台。云苍穹以云计算标准 IaaS、PaaS、SaaS 三层架构构建：在 IaaS 层面，苍穹云具备高兼容性，兼容几乎所有主流的云 IaaS 厂商；在 PaaS 层面，苍穹云是一个企业级的高生产力 PaaS，被称之为 APaaS，目的是帮助企业提升 SaaS 开发效率，提升整体 IT 的生产力，开发效率可以提升两倍以上。在 SaaS 层面，苍穹云具有最完整的企业应用。因此，金蝶云苍穹是覆盖了 IaaS、PaaS、SaaS 三层的共生平台。同时，金蝶所定义的财务中台、业务中台和阿里有本质区别：阿里的前中后台架构中，将财务职能整体打包定位为后台的一部分；而金蝶的前台是赋能服务网络，中台是共享运营中心，后台是决策创新中心，实时交互、协同联动。
- 金蝶云客户量及订单金额持续上升。目前，金蝶云苍穹已成功入选 Gartner 全球高生产力 PaaS 平台供应商名录，也是 Gartner 的 EBC 思想的最佳落地平台。2019 年金蝶 160 家生态伙伴在大型企业市场上为金蝶云·苍穹发展持续助力，苍穹云在大型企业市场获得重要突破，新增 130 家客户，合同累计金额超过 2 亿元人民币。精斗云方面，累计客户量达到 117,000 家，实现营收 1.7 亿元，同比增长 98%。同时，金蝶主推的三项云产品，星空云、精斗云、管易云续约率分别达到 90% 以上、80% 以上、80% 以上，均保持高水准。

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：金蝶云苍穹中台思想

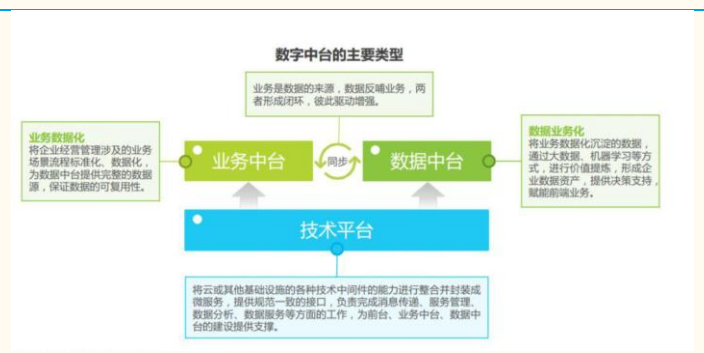


来源：公司官网，国金证券研究所

3.3.2 用友加速调整中台战略、布局云原生产品

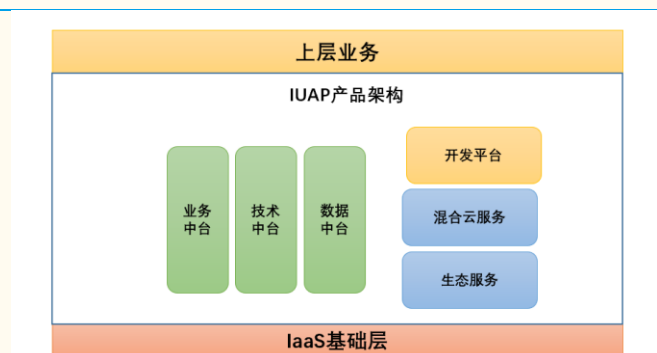
- 用友的中台战略主要依托 IUAP 平台连接上层业务和 IaaS 基础层。IUAP 作为用友云的统一支撑平台，向下对接主流云计算基础设施，向上服务整个用友云 SAAS、BAAS、DAAS 及产业和伙伴生态。其产品架构概括为 3+2+1，“3”是技术中台、数据中台、业务中台等 3 个中台，“2”是两混合云服务和生态服务，“1”是用友开发平台。
- 其中，技术中台、数据中台、和业务中台统称为“数字中台”，是中台架构的核心。艾瑞咨询认为，数字中台以业务中台、数据中台为主要类型，而业务中台是其基础，进行业务数字化，产生的数据不断反馈到数据中台，进行数据资产化，驱动业务创新发展，两者相辅相成，相互演进融合，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 42：数字中台主要类型



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

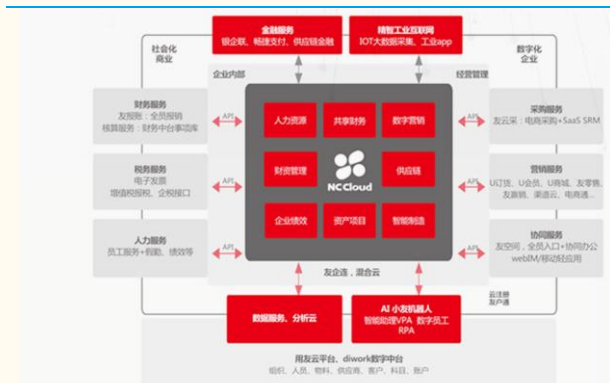
图表 43：用友 IUAP 中台架构图



来源：公司官网，国金证券研究所

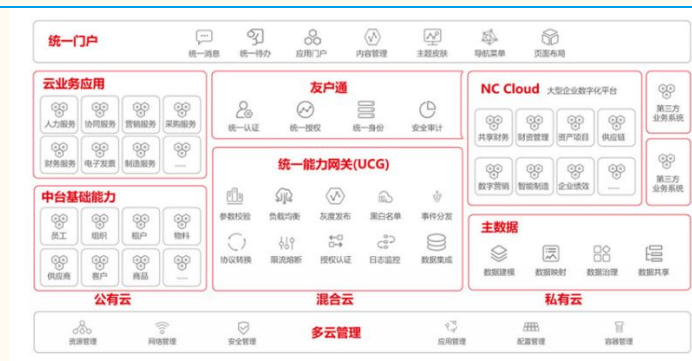
- 用友中台架构以业务为基础，以技术和数据为抓手，为企业提供开箱即用的解决方案。用友技术中台包含云开发平台、自动化测试、容器云平台、服务治理平台、DevOps、分布式中间件、区块链、AI、IoT、专属云安装器等，主要为上层应用与业务系统建设提供一系列支撑服务。数据中台包含企业数据湖基础设施-大数据分布式存储与计算 BigFusion、数据移动、数据资产管理，数据智能-智能搜索、智能分析，智慧数据-社会化主数据、企业画像、画像服务、图谱服务等，主要为平台提供企业画像、社会化主数据服务。业务中台为其他提供基础业务域能力和支撑服务。用友中台架构具备三重能力：第一，供给层面是基于统一模型、统一数据、统一入口的全域中台；第二，构建可以帮助客户以云原生+数据驱动的数字化方式构建能力；第三，从能力治理到业务治理，从架构到组织全面帮助企业改进 IT 建设，提升大数据应用能力，降低企业中台建设成本，加快中台建设效率。

图表 44：用友业务中台



来源：公司官网，国金证券研究所

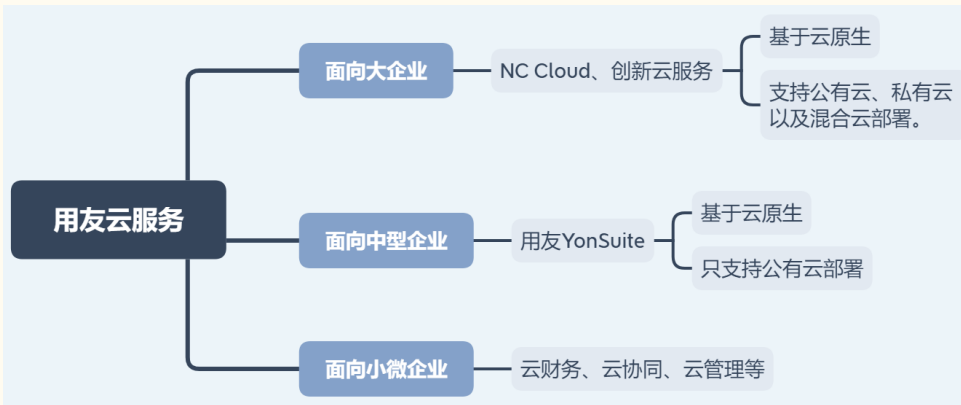
图表 45：用友技术中台



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；公司面向小微企业部分的云服务业务，由控股子公司畅捷通提供。

图表 46：用友云服务产品及其部署方式

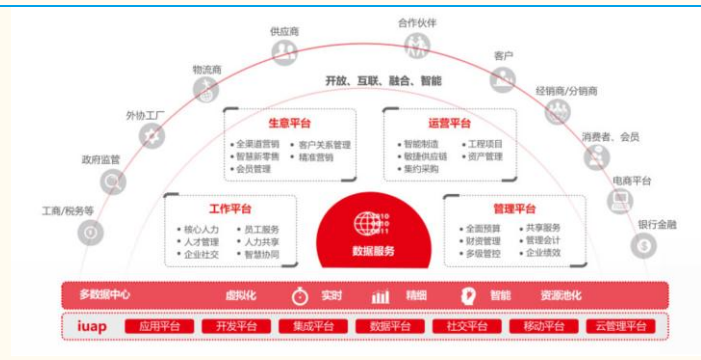


来源：用友官网，国金证券研究所

- 面向大企业的用友 NC Cloud，基于云原生，支持公有云、私有云及混合云。2019 年 1 月，用友在商业伙伴大会上发布用友 NC Cloud。用友 NC Cloud 是大型企业数字化平台，聚焦数字化管理、数字化经营、数字化商业，帮助大型企业实现全面数字化。目前，NC Cloud 基于云原生架构，支撑公有云、私有云及混合云，目前客户以私有云部署为主。累计合同金额 1.45 亿元，其中直销占 1.28 亿元，分销占 0.17 亿元，新客户占比 41.67%，其余客户均为 NC 迁移客户及其他产品加购客户。
- 面向中型企业的用友 YonSuite，基于云原生，全部公有化部署。2019 年 10 月，用友在上海率先发布了基于云原生架构、一体化、智能化的云服务套件产品 YonSuite，并全公有云部署。YonSuite 基于云原生架构，为成长型企业提供“营销、制造、采购、人力、财务、办公平台”融合一体、支持企业全球化经营、社会化商业的云服务。同时，YonSuite 在产品设计中，模糊了 ERP、OA、CRM 等具体功能的边界，将所有软件功能集中到产品中，为客户提供完整的数字化解决方案。云原生架构的采用，可以使公司实现前端业务的快速部署，降低犯错几率和试错成本。YonSuite 建立在 iuap5.0 平台上，将业务、数据、技术、集成服务、开发统一起来，YonSuite 开发平台支持四种开发模式：行业 ISV 产品开发、租户级云原生开发、嵌入式开发及连

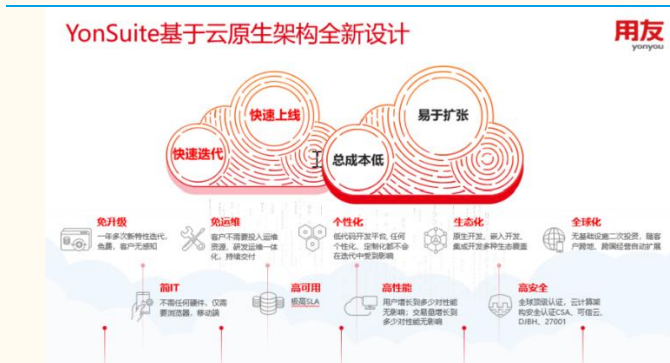
接性集成开发，开放开发平台提供了 API 对外连接和开发商入驻，支持生态伙伴统一用户、统一登录、统一注册。

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 49：金蝶、用友典型云产品对比

	金蝶云产品				用友云产品			
	云星空	云苍穹	KIS cloud	EAS cloud	U8 Cloud	NC Cloud	YouSuite	畅捷通 T+Cloud
发布时间	2014	2018.08	2019.01	2019.09	2017.08	2019.01	2019.10	2017.10
面向企业类型	成长型	大企业	小型企业	集团型企业	中型企业	大企业	中型企业	小微企业
技术架构	SOA	云原生	SOA	云+端	云+端	云+端	云原生	BS 架构
部署方式	以公有云为主，也支持私有云	公有云、私有云、混合云	公有云、私有云、混合云	公有云、私有云、专属云以及混合云	公有云、混合云、私有云、专属云	公有云、私有云、混合云	公有云	公有云、专属云
客户数量	13800+	130+	-	-	400+	100+	-	-
公有云版本收费模式	按需定制，订阅收费	按需定制，年付，随系统升级	按需定制，每个模块 3600 元	按需定制	按需定制	按需定制，年付，随系统升级	按需定制	普及版 2980 元，标准版 4700 元，专业版 6100 元
私有云版本收费模式	一次性收费	一次性买断，价格为公有云年费 3-6 倍，升级需额外付费	按需定制	按需定制	按需定制	一次性买断，价格为公有云年费 3 倍，升级需额外付费	按需定制	略高于公有云
实施周期	按需交付	按需交付，每模块 60-120 天	立即	按需交付	按需交付	按需交付，单模块 60-120 天	按需交付	立即

来源：各公司官网，2019 年年报，国金证券研究所

四、软件厂商云转型时期的估值方法

4.1 传统软件厂商云转型，估值方法由 PE 到 PS 再到 PE

- 云计算企业往往要经历较长的快速成长期，因此对云计算企业进行估值时，不能完全采用传统的方法，应该进行合理的调整。根据国外云计算行业的发展经验，不论是 IaaS 型企业还是 SaaS 型企业，一般会经历快速成长期和成熟稳定期两个阶段。

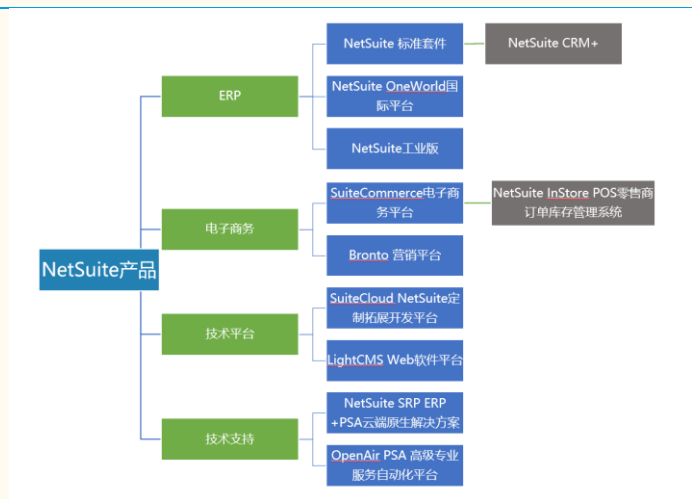
- 当处于快速成长期时，云计算企业需要部署基础设施、进行产品研发，且企业为了扩大规模并占领市场份额，而需要投入大量的硬件增大资本开支和折旧、研发费用、销售费用使得公司利润等指标为负。因此，对处于快速成长期的云计算企业来说，不再适合使用 PE、EV/EBITA 等以利润为基础的估值方法。目前海外对处于此时期的云计算企业主要用 EV/Sales、市销率等指标进行估值。
- 当云计算企业进入成熟稳定期之后，随着企业体量的提升，设备利用率上升，折旧费用逐步下降；再加上云计算企业商业模式下，产品与服务的可复制性强，具有规模效应，研发费用率与销售费用率都会下降。因此成熟稳定期的云计算企业，可以快速释放盈利能力，现金流也趋于稳定。海外目前对处于稳定期的 IaaS 企业进行估值时往往会基于利润指标，比如使用 PE、EV/FCF 估值方法。
- 对于传统软件公司云转型，其公司估值方式、估值水平将随着云化比例提升将与云计算公司逐渐一致。因此，传统软件企业转云之后，随着云业务由成长期到成熟期，其估值方法将经历从 PE 估值法到 PS 估值法，最后回归到 PE 估值法的过程。

4.2 以海外云 ERP 鼻祖 NetSuite 和传统 ERP 龙头 SAP 为例

■ 4.2.1 全球最早的云 ERP 厂商，PS 最高达 27x

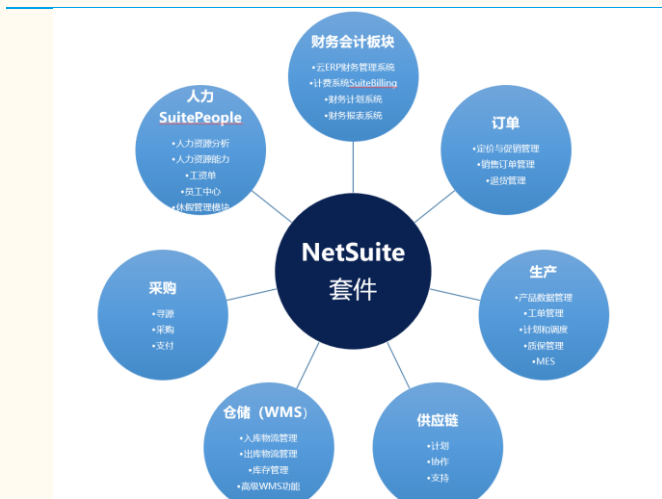
- 全球最早推出云原生架构的 ERP 厂商。1998 年，NetSuite 开创了云计算革命的先河，建立了全球第一家致力于通过 Internet 交付业务应用程序的公司。2007 年，NetSuite 在 NYSE 上市。2016 年 11 月 7 日 NetSuite 以 93 亿美金被 Oracle 收购。NetSuite 在云 ERP 领域深耕了二十年，其产品均基于云原生架构，因此相对其他厂商 NetSuite 部署更快、更灵活，功能更齐全。
- NetSuite 主营产品是云 ERP 标准套件 NetSuite，并针对不同需求的客户推广 NetSuite 工业版、NetSuite OneWorld 等。20 多年来，NetSuite 一直助力公司进行数字化转型，拥有来自 203 个国家和地区的 2 万多家客户。NetSuite 被 IDC 定义为云 ERP 市场的领导者。NetSuite 被收购前，年营收已达 7.41 亿美元，并在 2011-2015 保持营收 30%以上的高增速增长。

图表 50：NetSuite 产品系列



来源：NetSuite 官网，国金证券研究所

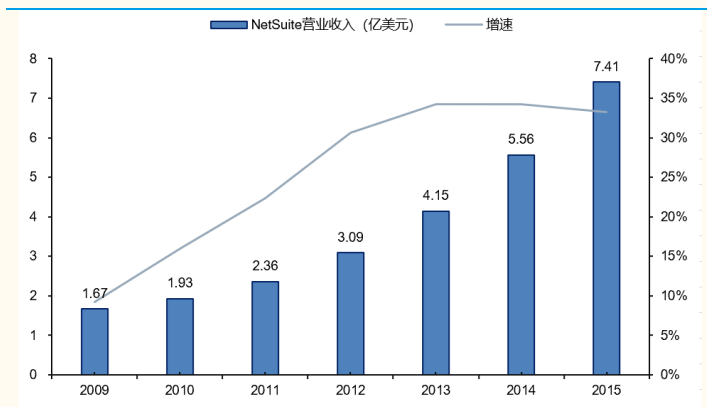
图表 51：NetSuite 标准套件



来源：NetSuite 官网，国金证券研究所

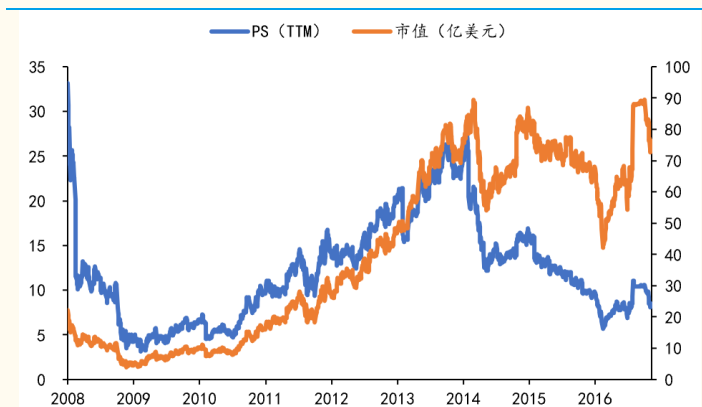
- 云业务维持 30%以上增速，PS 最高达 27x。公司自 2013 年开始进入稳定增长期，年均增速保持 30%以上。从估值倍数来看，2014 年期间公司市销率最高达 27 倍，估值达 87.87 亿美元。因此，可知相比于传统的 ERP 巨头 SAP 的 4-5 倍的 PS，市场给予纯云 ERP 厂商较高的估值溢价。

图表 52：2009-2015 年 NetSuite 营收情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：NetSuite 市销率倍数及市值

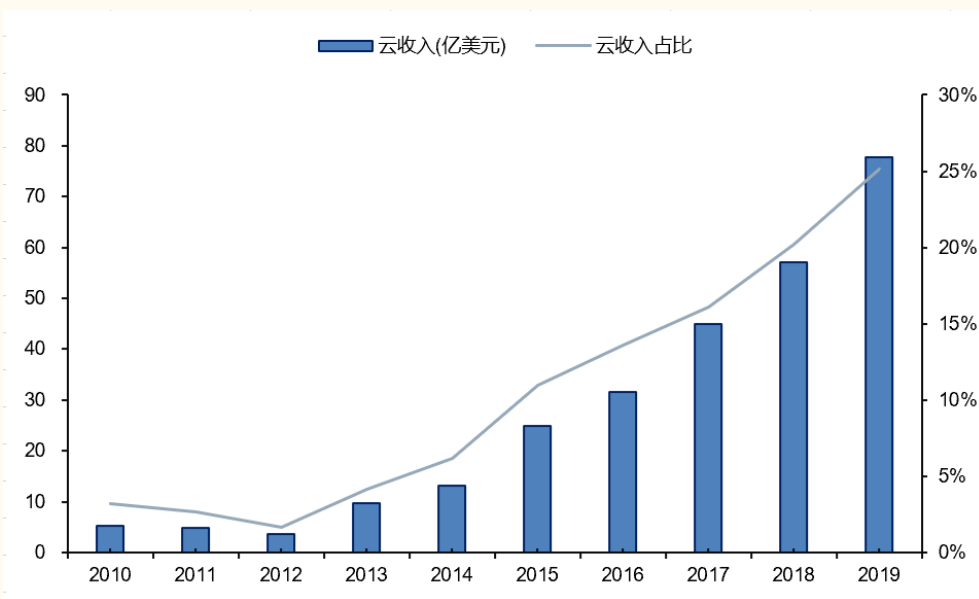


来源：Wind，国金证券研究所

■ 4.2.2 SAP 为全球最大的 ERP 厂商

- **全球最大的企业管理厂商。**SAP (Systems, Applications & Products in Data Processing) 成立于 1972 年，是德国的一家软件公司。目前 SAP 是全球最大的企业管理和协同化商务解决方案供应商，世界第三大的独立软件供应商，全球知名的云服务公司，其十七多万名用户遍布全球 120 多个国家。作为企业应用程序软件的市场领导者，SAP 致力于帮助用户进行数字化转型，帮助各种行业中不同规模的公司以最佳状态运行，目前全球约 77% 的交易收入都涉及 SAP 系统的使用。
- 公司自从 2010 年正式开始布局云计算，云转型战略成效显著，使得 SAP 成为了全球云计算领域的领先者。云业务收入占 SAP 总营收的比重逐年提升，成为 SAP 未来的增长引擎。如今的 SAP，以 S/4 HANA 代表的产品线为护城河，以 SAP Leonardo 为未来主航道，将使得 SAP 继续保持其在企业管理软件行业的领先地位。
- 2020 年 2 月 27 日，公司发布 2019 年年报，SAP 云业务收入达到 77.76 亿美元，同比增长 36.05%，云业务收入营收占总营收的比例达到 25.16%，同比提升约 5 个百分点，提升明显。

图表 54：SAP 云业务收入及占比

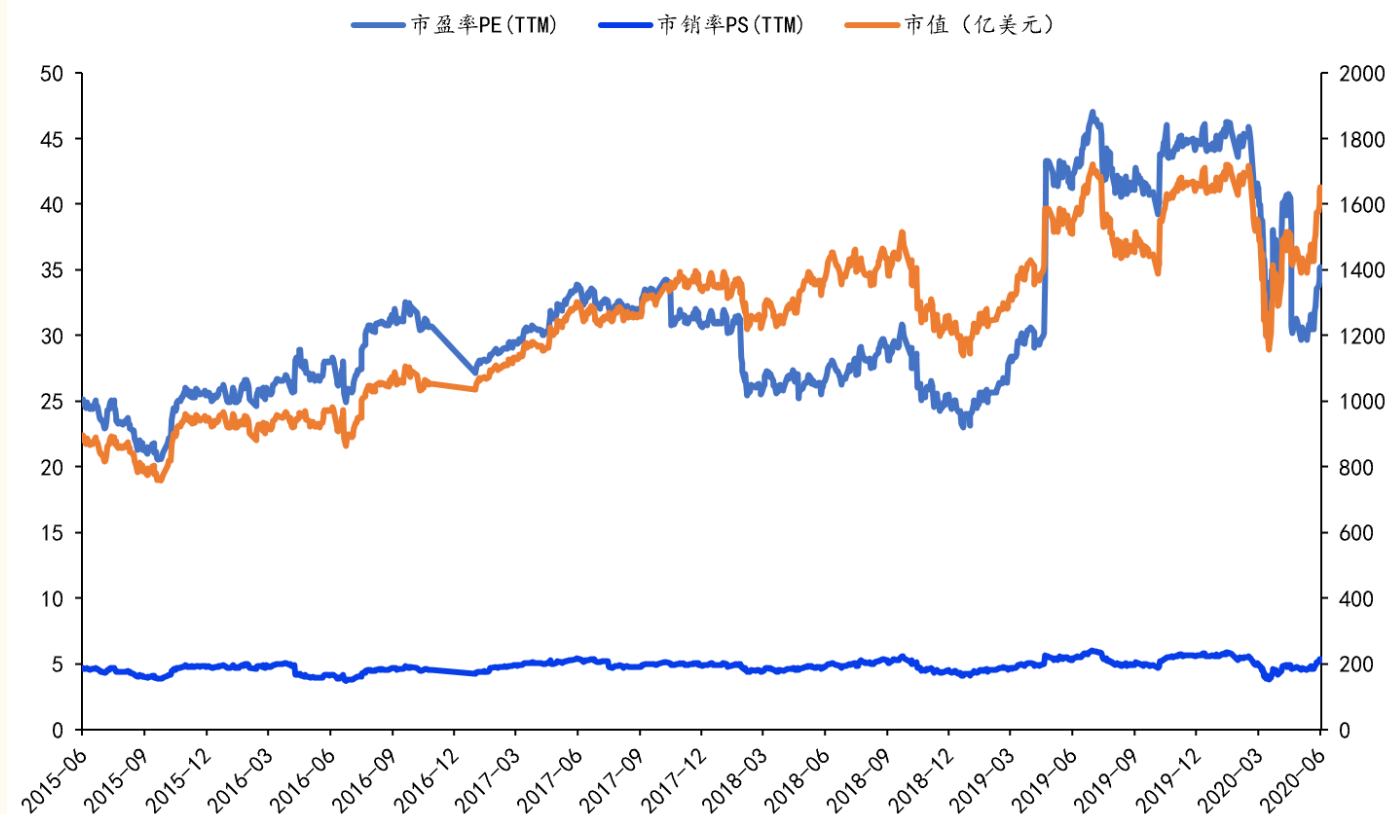


来源：Wind，国金证券研究所

- **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。

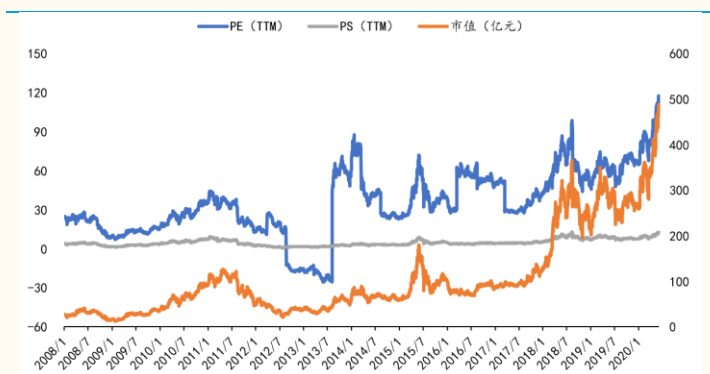
图表 55: SAP 市盈率、市销率及市值情况



来源: Wind, 国金证券研究所

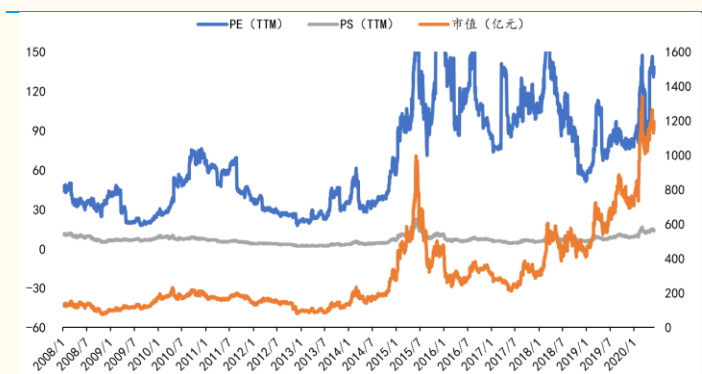
- 目前，金蝶、用友 PS 倍数保持在 10x-15x，PE 倍数超 110。目前，市场给予金蝶 PE 倍数在 110x 左右，市值最高达 460 亿元，PS 倍数保持在 11x-13x 上下；用友 PE 倍数高于金蝶，在 130x 左右，市值最高达 1236 亿元，而 PS 保持在 13x-15x 之间。我们认为，金蝶、用友正处于云转型的关键时期，随着云原生技术和中台战略的不断推进，其云业务质量不断提升，SaaS 业务将逐步成为主流，它们的估值也将存在较大提升空间。

图表 56: 金蝶市盈率、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

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。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

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

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

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH