

(报告出品方/作者：首创证券，翟炜)

1 中国企业级服务龙头

1.1 领航企业服务 31 年，始终走在行业最前沿

用友成立于 1988 年，是中国和全球领先的企业与公共组织云服务和软件提供商。用友聚焦商业技术创新，为企业和行业客户、政府和公共组织提供云服务产品与解决方案，支撑与运营客户的商业创新，帮助企业客户实现数智化转型。

用友发展大致分为三个时期：

用友发展 1.0 时代：成为中国领先的财务软件。这一阶段，用友致力于财务软件市场，早期公司产品为在当时主流的 DOS 系统中运行的财务管理软件，推动了中国企业的会计电算化进程；

用友发展 2.0 时代：成为亚太领先的 ERP 管理软件。战略发展阶段的核心产品是以 ERP 为代表的管理软件。用友研发出公司的第一款 ERP 软件 U8，推出了中国最早的管理软件应用平台（UAP），发布了集团企业的高端管理软件 NC，协助推进中国广大企业的信息化建设，推动了中国企业的管理进步；

用友发展 3.0 时期：成为全球领先的企业云服务提供商。以构建和运营全球领先的企业云服务平台为战略目标，为全球企业和公共组织提供数字化、智能化、全球化、社会化、生态化、平台化、高弹性、安全可信的企业云服务。YonBIP 的正式发布标志着用友 3.0 战略实施进入第二个阶段，云服务从产品服务模式升维到平台服务模式。

1.2 用友 3.0 新战略业务布局：以云服务为核心，软件、金融服务协同融合发展

公司整体业务呈现出云服务、软件、金融服务融合发展态势，全面服务企业、政府及其他公共组织数智化。依托原有传统软件、金融业务丰富、健全的产品与解决方案体系，融合移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链等新一代企业计算技术，通过构建和运营全球领先的企业云服务平台 YonBIP，积极发展制造、采购、金融、财务、人力、协同、营销等 SaaS 服务，大力拓展以创新业务服务为核心的 BaaS 服务和以数据服务为核心的 DaaS 服务，加快推动大企业数智化转型升级，规模化推进成长型企业云用数赋智，普及化和低成本帮助小微企业获取云上价值。

从云服务、软件和金融服务细分产品及解决方案来看，原有传统软件和金融业务的产品间功能较为独立，而云服务产品则是基于云架构提供面向领域、面向行业、面向社会的一体化解决方案。

用友云致力于满足企业客户一站式购买企业服务和一体化应用需求，设有云平台服务、应用服务、行业云、云解决方案等，与生态伙伴共同赋能各类企业和公共组织。公司的云服务经营模式为向企业客户与公共组织提供 PaaS、SaaS、BaaS、DaaS 等服务，收入主要是平台服务收入、应用服务收入、业务运营服务收入、数据服务收入、平台交易收入（含分成收入）、推广第三方厂商应用服务获得的分润收入以及其他增值服务收入等。

1.3 股权结构：大股东稳定持股，股权较集中

公司前五大股东近三年稳定持股，持股数量无明显变化。公司持股 5%以上机构分别为北京用友科技有限公司（持股 28.16%）和上海用友科技咨询有限公司（持股 11.99%），两大控股股东实际控制人均为王文京先生。王文京先生为用友网络现任董事长，直接和间接对公司持股比例超过 38%。

为满足多项业务需求，公司设立或投资子公司超 40 家，其中 17 家为公司设立的各省市分公司以及国际分公司。

公司面向汽车、金融、烟草、广电和电信等垂直行业业务，由各控股子公司如用友汽车、用友金融、用友烟草等提供标准的行业云服务产品与解决方案；

公司面向小微企业的云服务业务是由公司控股子公司畅捷通公司提供；

公司面向政府部门、事业单位和民间非营利组织的业务，由公司控股子公司用友政务公司提供；

公司面向院校等教育机构的业务由公司控股子公司新道科技公司提供；

互联网金融信息中介服务由公司控股子公司用友力合提供；

公司企业支付结算服务由公司控股子公司畅捷通支付公司提供；

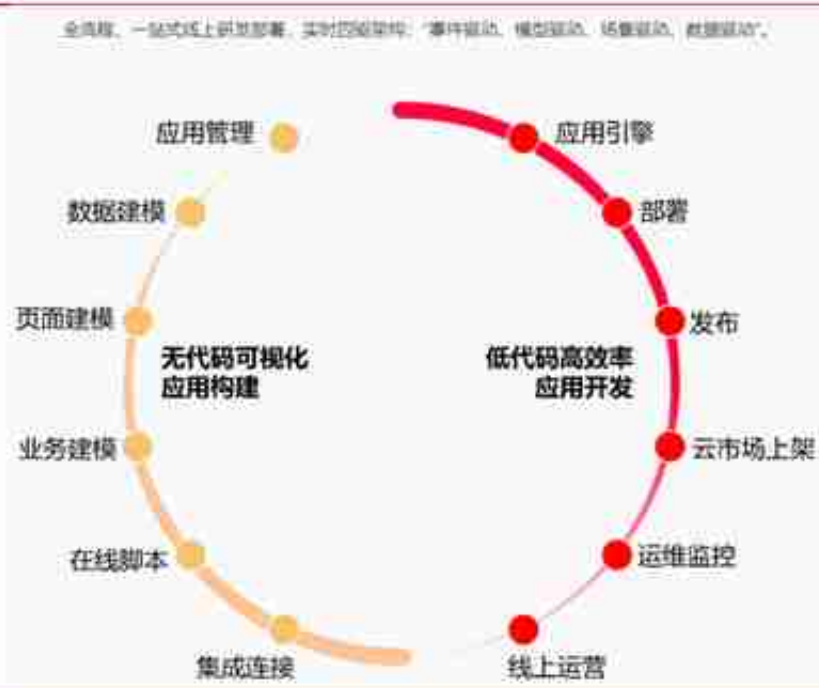
公司社会化用工综合服务业务由公司控股子公司薪福社提供；

公司互联网保险经纪业务由公司控股子公司友太安保险经纪公司提供。

1.4 业绩状况：云业务收入高速增长，整体经营情况改善

自 2016 年，公司正式宣布进入以“企业互联网服务”为主体业务的用友发展 3.0 阶段后，云业务收入在 2017-2020 年实现了高速增长，云业务收入四年增长率分别为 249.9%、108%、132%、73%。2017-2019 年，公司营业总收入稳健增长，归母净利润快速增长，三年归母净利润增长率分别为 97.11%、57.33%、93.26%，2020 年由于受到新冠疫情影响，公司软件业务的项目实施交付、商务洽谈等延迟，同时部分客户可能暂停或减少相关软件的采购，公司营业收入增速放缓，归母净利润出现负增长，2020 年营业收入 85.25 亿元，同比增长 0.18%，归母净利润 9.89 亿元，同比下降 16.4%。2021Q1 公司经营恢复正常，云业务继续加速发展，一季度公司云业务营业收入达到 5.16 亿元，同比增长 136%，营业总收入 12.14 亿元，同比增长 11.49%。受投资收益等非经常性收益同比增加影响，归母净利润亏损 0.13 亿元，同比减亏 2.25 亿元。

图 16 用友云 YonBuilder 云平台特点



资料来源：公司官网，首创证券

基于对不同类型开发者和场景的分析，YonBuilder 推出标准服务和专业服务两个版本。

在标准模式中，提供低门槛的无代码声明式配置、在线低代码函数式开发两种开发

模式，由应用构建平台提供多用户、高安全、高可靠性的公共引擎支持、运营、维护，

无代码开发经验的用户无需关心代码的部署与维护，可以快速上手进行开发，大大提高了效率。在专业模式中，覆盖了完整的标准模式下的建模过程与设计语言，在此基础上，为专业用户提供了应用引擎的构造创建、模型框架的下载、本地开发模式的调试、CICD、发布上线、生态应用上市的全生命周期管理。

YonBuilder

优势在于其基于云原生架构，可提供低代码、可视化的中台开发服务。

YonBuilder

具有可视化构建、泛终端体验、灵活扩展、全生命周期、模型驱动、云原生技术、中台能力构建等核心能力，为用户提供企业数智化转型的全流程、一站式线上研发部署。其中，与其他低代码平台相比，优势在于云原生架构以及用友强大的全域中台能力。云原生架构提供了云化能力，完美融合

Docker、Kubernetes、DevOps、微服务、智能运维等技术，整合算力，提供高质量的云原生技术解决方案。同时，中台作为公共

能力的积累平台，低代码可以快速进行供应链、财务、人力等领域的应用开发。

整体来看，我们认为用友正在通过商业创新平台 YonBIP 向公有云 SaaS 化服务演进，并继续维持在大型企业客户中的领先优势，通过 YouSuite 抢占成长型 SaaS 企业市场；再借助 YouBuilder 夯实 PaaS

根基，通过无代码可视化应用构建来降低技术门槛，培养千万级开发者，培养用户使用习惯，构建用友的开发者生态，为公司提供源源不断的生态用户，助力公司长足发展。

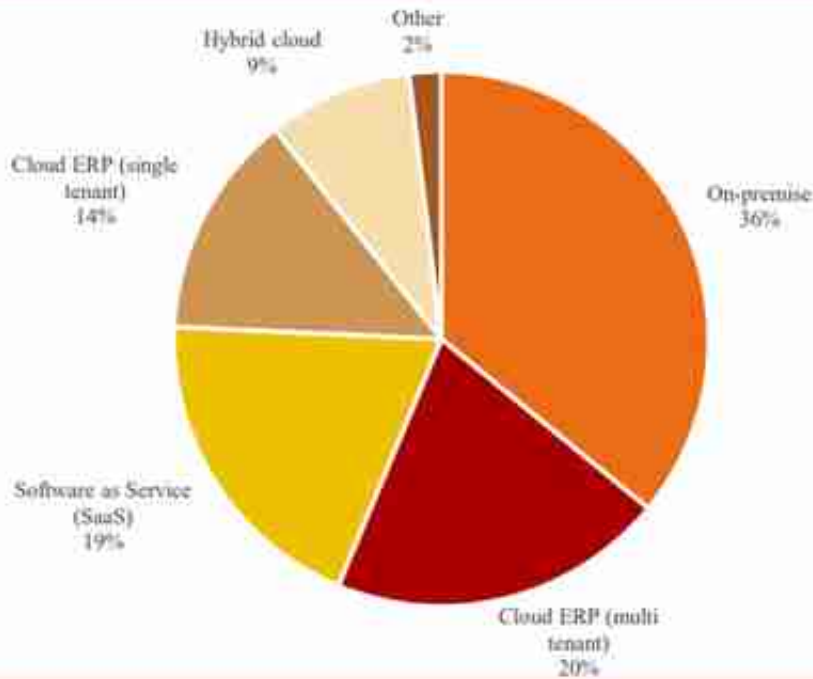
2.2 行业信创：高端 ERP 市场国产替代空间达 500 亿元

2.2.1 我国高端 ERP 市场以海外厂商为主，政策助推国产化替代

高端 ERP 市场仍由国外厂商主导，国产替代空间大。用友在中国整体 ERP 软件市场中份额第一，达到 40%，但在中国高端 ERP 市场中的市占率仅 14%，相较于 SAP 市占率 33%和 Oracle 市占率 20%仍显弱势。SAP 和 Oracle 分别于 1995 年和 1989 年进入中国市场，在国产 ERP

厂商羽翼尚未丰满时抢占了市场先机，填补了当时国内大企业 对 ERP 系统的需求。伴随着国产化政策的推进和国产 ERP 软件的不成熟，国内 ERP 高端市场替代前景广阔。

图 20 2019 年企业 ERP 部署方式



资料来源: Panorama, 首创证券

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传统 ERP 的 10 倍。智研咨询发布报告显示，预计未来四年我国传统 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，2016-2021 年后者复合增速为前者的 10 倍。预计 2021 年我国传统 ERP 与云 ERP 市场规模基本持平，整体行业市场规模超过 35 亿美元。

2.2.4 高端 ERP 国产替代空间约 500 亿元

用友在大型企业市场国产替代加速，保守估计可替换空间约 500 亿元。目前中国大型国有企业以及世界 500 强等大型企业的 ERP 仍以 SAP 或者 Oracle 的产品为主导，比如中石油、一汽等央企用的是 SAP 的 ERP，华为用的则主要为 Oracle 的产品等。但长期来看，我们认为国产替代将是未来发展趋势（由于客户使用习惯、替换成本等加深 B 端客户路径依赖，客户粘性强，整个替代的过程可能会较长），特别是能源、电力、交通、军工等涉及国计民生的关键行业将率先开启国产化替代浪潮，如目前用友已完成中国工商银行（多银行网银）、鞍钢集团、中国国航、南方航空、中国水利、中船某研究所等多个国产替代案例，与华为、中国电信、中国联通、平安银行、软通动力、华夏基石、北大纵横、兴竹同智、广东佳邦等生态伙伴的战略合作取得明显效果。从市场空间来看，我们预计目前 SAP、Oracle 在中国存量高端客户数量约 5000 家，以 1000 万/家的 ERP 投入保守估算，整体国产替代空间达 500 亿元。

2.3 工业互联网：5G 提速，工业互联网时代来临

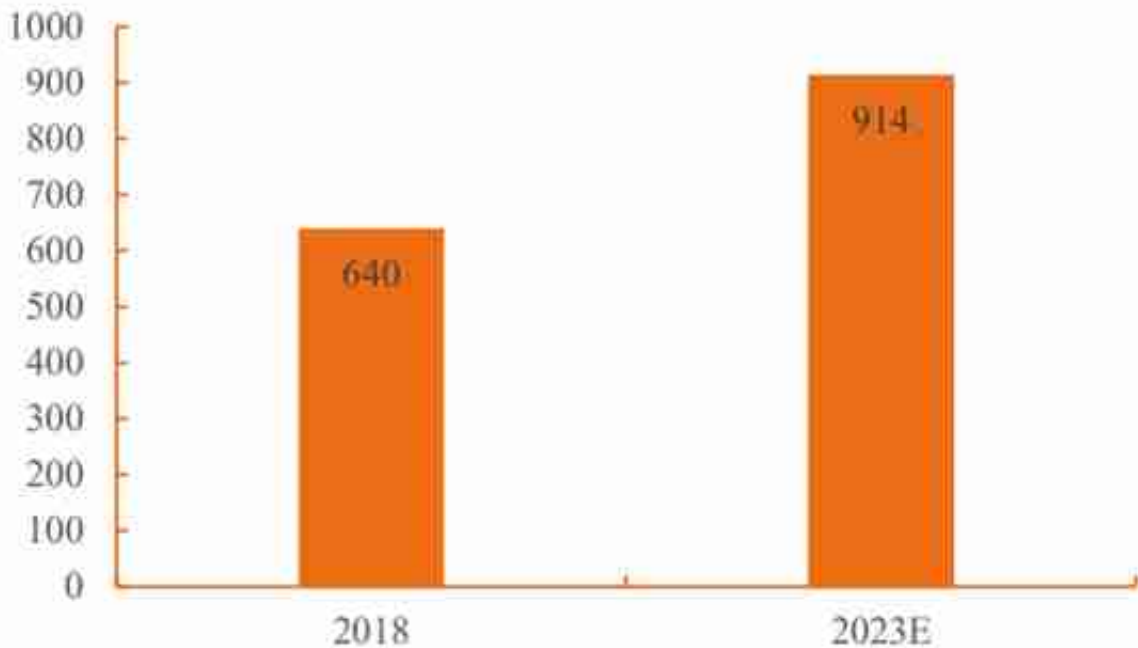
2.3.1 5G 建设超预期+政策加码，工业互联网应用有望加速落地

R16 标准冻结，5G 从“能用”进入“好用”阶段。2020 年 7 月，国际标准组织 3GPP 宣布 5G R16 标准正式冻结，标志着 5G 第一个演进版本标准完成。R16 标准是在 R15 标准的基础上，一方面对 MIMO、双连接等 R15 中的功能进行了增强，另一方面，

主要是面向垂直行业应用进行了新功能的拓展。而在 R16 的基础上，R17 标准将按照现有功能增强与新功能拓展的思路进行研究，计划在 2021 年 9 月完成。相比 R16，R17 标准将更全面的覆盖垂直行业能力，对边缘计算、网络切片等基础能力做进一步的增强，同时将用户体验保障、商业模式等问题纳入考虑。

2021 年 5 月 12 日工信部的 5G/6G 专题会指出，我国 5G 发展取得领先优势，已累计建成 5G 基站超 81.9 万个，占全球比例约为 70%；5G 手机终端用户连接数达 2.8 亿，占全球比例超过 80%；5G 标准必要专利声明数量占比超过 38%，2020 年上半年以来上升近 5 个百分点，位列全球首位。IMT-2030（6G）推进组从 2020 年成立以来也取得了突出成绩，在 6G 愿景需求、潜在关键技术等方面形成了一批重要研究成果。预计 2021 年底，全球 5G 基站总量将超过 210 万，中国 5G 基站部署量将达 150 万。中国基站建成数远超美国等其他国家，位居全球第一。2020 年，全球 5G 用户总数超过 2.25 亿，预计到 2021 年底，全球 5G 用户将超过 5 亿，中国 5G 用户将达到 4 亿，到 2025 年，全球 5G 用户数将达 30 亿，渗透率 30%。工信部数据显示，截至 2021 年 4 月末，全国 5G 手机终端连接数达 3.1 亿户，比上年末净增 1.11 亿户。三家基础电信企业发展蜂窝物联网终端用户 12.36 亿户，比上年末净增 1 亿户。其中，应用于智能制造、智慧交通、智慧公共事业的终端用户占比分别达 17.3%、17.8%、21.9%。对工业互联网而言，4G 时代的连接问题一直是阻碍工业制造业数字化转型的关键，5G 具有的高可靠、低时延、大带宽等特性能，能通过引入新技术支持 1 微秒同步精度、0.5-1 毫秒空口时延、高可靠性和灵活的终端组管理，最快可实现 5 毫秒以内的端到端时延和更高的可靠性，支持工业级时间敏感，将连接、安全和集中计算的能力带给工业，助推工业互联网爆发。

图 26 全球工业互联网市场规模（亿美元）



资料来源：艾瑞咨询，首创证券

中国全部地级市中，年工业产值超过 2000 亿的城市共 27 个，年工业产值高于 1000 亿低于 2000 亿的城市共 47 个，高于 500 亿低于 1000 亿的城市共 50 个，高于 100 亿低于 500 亿的城市共 59 个，还有 35 个城市年工业产值低于 100 亿。考虑产业聚集效应，我们按照 16:8:4:1 给予权重，则为实现百万企业上云，每个工业产值超 2000 亿城市需要上云约 1.5 万家企业，1000-2000 亿城市上云 7500 家企业，500-1000 亿城市上云 3800 家企业，100-500 亿城市上云 950 家企业。工业互联网作为云计算在工业领域的主要载体，承载工业企业上云的任务，空间广阔。

2.3.3 用友精智工业互联网平台行业拓展加速

用友精智工业互联网平台（简称“用友精智”）融合 39 个工业大类，18 个应用领域，是服务工业企业数智化转型与商业创新的社会化智能云平台。2017 年 8 月，用友精智工业互联网平台正式发布，2018 年，入选工信部工业互联网创新发展工程支持名单，成为八家双跨平台之一；2019 年和 2020 年连续入选国家级跨行业跨领域工业互联网平台；2021 年，成为首批通过工业互联网平台功能性能综合评测的 15 家平台之一。

2020

年用友精智工业互联网平台发布四大核心能力：制造中台、AIoT、工业大脑、标识解析。

一是云原生的制造中台，源于用友 30 余年服务制造业的经验积淀，沉淀数据，融合 IT、OT、AI 及企业核心业务模型，并集成了 3D 可视化等新技术，面向工厂级、集团级、社会级提供不同 SaaS 应用；

二是精智 AIoT 平台，通过三层架构助力工业互联网落地，设备层接入 80%主流设备的主流协议；接入层通过可视化组态、智能算法提供数据发布、运行监控、规则引擎和告警服务；应用层全面支撑用友各领域服务，并提供给各细分行业及专业领域支持；

三个是精智工业大脑，基于工业企业经验，通过数据连接，将企业核心业务模型与工业机理模型、机器学习算法相融合，构建出基于企业场景的工业智能服务，并发布为行业通用服务供企业使用；

四是精智工业互联网标识解析，平台为企业提供通用追溯服务，既面向大国重器提供装备可靠性服务，又面向消费品实现食品安全追溯，化工品放流窜追溯的全供应链追溯服务。

截至 2021 年 6 月初，精智平台已落地冶金、化工、机械加工、汽配、中医药、日化等 10 个行业子平台和重庆、湖南、湖北等 5 个区域子平台，并支撑双良、鞍钢等企业建成一系列智能服务云平台，帮助新朋联众、大西洋等众多企业建成智能工厂。精智平台有 8000+生态应用，涵盖通讯网络、智能硬件&IoT、IaaS、网络安全、工业软件等，平台注册工业企业总数 1227733 家，其中大型企业 10462 家；连接设备总数 1283320 台套；发布 APP 总数 17304 个；平台开发者数量 37535 个，活跃开发者数量 8923 个；平台用户总数 6376931 人，活跃用户 1981826 人。

3 用友有望迎来估值、业绩双击

3.1 用友是全球 SaaS 公司的估值洼地

3.1.1 美股、港股、A 股 SAAS 典型公司 21 年预期 PS 比较

用友是全球典型 SaaS 公司 PS 值的洼地。与 A 股、美股、港股 SaaS 典型公司相比，用友的 PS 值处在一个明显低位的水平。据我们不完全统计，按照 2021 年 6

月 2 日的 PS (TTM) 来看，美股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 26.26，港股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 25.36，而 A 股典型 SaaS 公司的 PS 值均值为 33.71。表中大部分 SaaS 企业 PS 值位于 30-50 的水平，相比较而言，用友的 PS 值为 12.74，处在明显低位洼地。

3.1.2 用友相对估值低的原因：大客户对云转型接受度相对低，转型较晚

相较主要竞争对手金蝶，用友云转型进度偏慢。金蝶成立于 1993 年，1999-2004 年，金蝶实行 ERP 行业全面运营模式，并在国内率先开启 ERP 软件的云转型；2011 起，开始布局云战略，并于 2012 年正式提出云管理转型战略，截至目前，全球服务客户超过 680 万家，为全球软件市场中成长最快的独立软件厂商之一。而用友进入 ERP 较金蝶略晚，于 2000 年发布 ERP 产品 NC1.0，用友 2.0 时代（1998-2014 年）主营 ERP 软件；直至 2015 年，用友进入 3.0 时代，开始云服务转型，2017 推出首款云产品 U8Cloud，2020 年推出基于云原生的 YonBIP 产品。可见在云转型的时间进程上，用友较竞争对手动作偏慢。

用友的客户以大客户为主，习惯定制化服务，对 SaaS 接受度相对较低。用友以资源和技术优势打入 SaaS 业务中端企业市场，自推出以来，NC Cloud 已签约多个不同行业大客户，赋能大型企业数智化转型。2017-2019 年公司云服务中来自大客户的贡献收入比例超过 90%，截至 2021 年第一季度公司累计付费客户总数为 62.33 万，其中大客户合同总金额同比增加 129.6%，成功新签约华为技术、金山办公、壳牌中国、南方航空等一批大型领先企业，截至 2020 年底，公司覆盖国内超过 60% 的 500 强企业。由于大型企业基于数据安全和稳定性等因素考虑，选择上云时主要以私有云和混合云为主，《2018 年中国企业上云指数》报告显示大型企业选择仅上公有云的比例仅为 18.6%，远低于中型企业的 23.8% 和小型企业的 24.6%。因此，公司以大客户为主体的客户形态及大客户以定制化服务为主要需求的情况，对用友在以客户为核心发展综合型、融合化、生态式的企业数字化 SaaS 平台的过程中造成一定障碍。

图 36 2016-2020 年用友与金蝶毛利率对比



资料来源: Wind, 首创证券

3.2 PS 估值的本质探讨

3.2.1 PS 估值的本质探讨

PS 估值法适用于当下因为毛利率偏低或者销售、研发投入过高等因素导致暂不盈利或盈利水平较低，但未来稳定状态下，净利率可以恢复到合理状态的成长型企业。

PS 估值的核心因素是净利率和 PE

估值水平。从公式上看， $PS = \text{市值} / \text{营业收入} = (\text{市值} / \text{净利润}) * (\text{净利润} / \text{营业收入}) = PE * \text{净利率}$ 。因此，PS 估值的核心是：

1) 未来稳定状态下的净利率水平；

2) 稳定状态下的 PE 估值水平。

相较于市盈率，市销率对公司最源头的收入质量进行评价。营收作为净利润以及各个项目的源头，不受公司折旧、非经常性开支等影响，被操控的可能性相对较小；

但是，PS 市销率由于未考虑到不同企业的成本问题，通常在观察 PS 指标时，需要结合净利率以及 PE 一起进行分析，而这三者之间存在一定的相关性： $\text{当下} PS = \text{未来} PS * (1 + \text{增长率})^n = \text{未来} PE * \text{净利率} * (1 + \text{增长率})^n = \text{当下} PE * \text{净利率}$ 。

处于高速发展期的 SaaS 公司更适合 PS 估值法。PS 估值法适用于当下因研发、销

售等投入导致暂未盈利或盈利水平较低的成长型企业。我们将市销率公式变形可得到： $市盈率 = 市销率 / 净利润率$ ，假设市盈率不变，市销率和净利润率将呈正相关，即若要求一个较低的市销率，则无法同时得到一个较高的净利润率。因此，适用市销率进行估值的企业大多处于快速成长阶段，而这一阶段的企业，往往是处于一个新兴行业，其本身便存在着技术不成熟、渗透率低、客户及供应商不稳定等困难，这些反映到企业财报上即为较高的成本或较低的盈利。而对于此阶段的企业，最重要的不是降低成本或提升利润率，而是扩大收入规模，抢占市场份额。因此，PS 法是 SaaS 企业在高速发展时期常用的估值方法。

3.2.2 SaaS 企业为什么可以享受高 PS 估值

其一，订阅收费下的收入持续增长可预见。SaaS 是指软件服务提供商为企业搭建信息化所需所有网络基础设施建设设施及软硬件运作平台的模式。该模式下，客户只需向软件服务提供商租用基于 Web 的软件，不需购买硬件、建设相关机房或招聘 IT 人员等，即可完成企业的信息化管理。这种模式具有高度的灵活性、可靠性以及强大的扩展性，能够大幅降低客户的维护成本和资金投入压力，同时这种灵活租赁、按量付费的方式也能够降低客户的运营成本。

SaaS 模式能挖掘客户的全生命周期价值。传统软件的采用 License 模式第一年收取许可证费用，之后每年收取维护更新费用（一般是许可证费用的 15%-20%）。以 SAP 针对小型企业产品为例：

License 模式下：单用户 License 为 8000 美元，则 License 的价格 \times 其数量 = 总体软件费用；升级服务费用，按照合同确定的软件产品总额的一定比例收取（15%-22%），服务期为 7 年，第 8 年之后不再提供升级服务。

SaaS 订阅模式下：按行业平均水平，假设订阅年费占 License 的比例为 35%，计算为每年 2803 美元/户。

通过测算对比发现用户使用年限超过 5 年之后，订阅模式下收到的累计收入更多，也即对于用户生命周期长的产品，SaaS 模式能提升单客户的全生命周期价值。

另一方面，由于 SaaS 订阅模式下对单客户进行持续性收费，随着客户数量的积累增多，则年收入会出现持续增长，而在传统 License 收费模式下，由于单客户的支付是一次性的，则每年的总收入由当年所获得的客户总数决定，如果每年获得的客户总数不持续增长，则收入也会出现波动。因此，SaaS 模式下，只要持续获得新客户，则总收入会可预见性的持续增长。

其二，收入的稳态性增长和较高的净利率支持资本市场给出较高的估值溢价。在 SaaS 模式下，由于客户具有较强的粘性以及云端的统一研发，随着收入规模的增长，研发、销售费用率不断降低，净利率最终可高达 50%。我们假设一个 SaaS 企业稳定状态下净利率 40%，作为软件公司，稳定状态下 PE 为 30 倍，假设公司连续三年增长达到稳定状态，则当下 PS 可达 24 倍，若连续五年增长达到稳定状态，则当下 PS 可达 46 倍。

以 Adobe 为例，公司自 2012 年开始云转型，收费模式开始向为 SaaS 订阅的模式转换，云服务收入占比由 2013 年的 15% 提升至 2020 年的 90.35%，资本市场给予的 PS 倍数由 2012 年的 3 倍提升至 20 年的最高 21 倍。

图 40 用友网络营收与中国 GDP 走势呈正相关



资料来源: Wind, 首创证券

其二：订阅付费模式为公司收入增长带来持续性。尽管传统的项目制商业模式也可以通过软件升级、迭代等方式实现客户的重复购买，具有一定的持续性，但一般复购周期长且收入预测性较差。而在订阅付费模式中，公司可以将更多费用投入到产品迭代升级以及新产品研发中，而非大量投入销售费用，从而提升产品性能，深度绑定老客户。而且订阅模式的客单价较低，有利于吸引中小型企业新客户。因此，公司每年的订阅收入可预测性极高，收入增长的波动熨平，复购率上升，公司未来收入增长更具稳定性和持续性。随着云业务收入在公司整体营收占比的高速增长以及订阅付费模式快速推广，我们认为用友的估值水平具备提升空间。

此外，订阅付费模式增强了客户粘性，未来有助于降低用友的销售费用率。

我们以用友针对大型企业客户的单项目收费 100 万元的产品为例：

传统项目制下：假设售卖一套软件收入 100 万元，当年投入营销费用后，单客户获客成本 25 万；企业日常运营管理、研发投入成本分摊到单客户身上是 25 万，那么传统项目制下该客户当年能为企业贡献的利润是 50 万。

SaaS 模式下：企业每年收入 25 万元年费收入，但成本方面获取一个客户的获客成本成一定刚性，故获客的前两年公司的单客户利润是亏损的，前四年的累计利润不如项目制。但是从第五年开始，该客户在 SaaS 模式下能为企业贡献的利润就超过了传统项目制的模式。

3.3.3 YonBIP 的推广成功是大概率事件

为什么我们认为 YonBIP 可以成功成为赋能产业互联网的商业创新平台？

1、开发经验丰富，产品性能成熟。云原生、微服务、低代码开发等新技术本身已趋于成熟，运用此类新技术研发产品本身不具有难度，且公司持续投入 YonBIP 平台研发，目前已经迅速迭代到第三代，并配齐八大核心领域 SaaS 服务。同时，用友具有多年大客户开发经验，产品线丰富且成熟度高，以此为基础落地 YonBIP 底层平台更具可行性。

2、内部整改，彰显用友转型决心。在面对“数智化、国产化、全球化”三重叠加的市场机遇，用友内部进行了一系列整改，全力支持 YonBIP 生态构建、拓展产品市场空间。

1) 为紧抓机遇，创始人兼实控人王文京上任总裁。协调集团各个方面资源，抢抓企业与公共组织云服务的战略发展机遇，加快推进“用友 3.0 战略”进程，加强战略决策的高效执行。

2) 剥离非核心业务，聚焦 YonBIP 平台。2020 年 11 月，用友汽车拆分并于科创板上市。子公司分拆上市，给予子公司在细分领域更多灵活性，防止内部资源不足。2020 年 7 月，公司发布定增计划，拟募资 64 亿元投入 YonBIP 平台建设，母公司逐渐中台化，聚焦 YonBIP。

3) 研发人员大幅扩招。2021 年度公司计划总体增员 2500 人，其中研发人员增加 1500 人，占比 60%。新增研发人员将主要投入新一代产品用友商业创新平台 YonBIP 的持续研究与开发，以保持公司在技术和应用创新上的持续引领，还要加强研发过程的优化和改进，提高研发效率。

4) 扩展业务，完善生态。2021 年 6 月，用友宣布拟

100%收购柚子移动股权，此次收购使得用友成为国内少有的具备从前端到后端，从 2C 应用到 2B 应用的完整低代码平台厂商，进一步完善了 YonBIP 生态建设。

3、ERP 时期积累大量客户资源，壁垒牢固。用友 2.0 时代的 ERP 产品时期，就积累大量客户。由于 ERP 产品本身粘度高，客户忠诚度高的特点，用友在大客户、国企央企等市场积累了明显优势。尽管竞争对手率先布局云转型，并且在新一代架构产品推出上领先用友，但尚未能将产品领先转化为市场优势。随着用友 YonBIP 新一代产品快速投入市场，我们认为用友有望继续巩固甚至扩大在大企业客户市场的优势。

（ 本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。 ）

精选报告来源：【未来智库官网】。