

用友网络（600588）深度报告之一： 云转型+国产化，千亿市值成长逻辑 ——基于四大ERP厂商的对比性研究

2019年08月15日

强烈推荐/维持

用友网络 公司报告

报告摘要：

行业格局：ERP行业有望迎来加速复苏，各大巨头纷纷加快云化转型进程

2016年以来，受供给侧改革、劳动力成本上升、新技术商化成熟等因素影响，ERP行业逐渐回暖，有望迎来加速复苏。国内ERP整体市场市占率，用友（31%）、SAP（14%）、金蝶（12%）分别位列前三，高端市场中跨国公司具有压倒性优势，SAP与Oracle市占率之和超过50%，预计未来ERP转云是必然趋势，ERP市场将伴随国产化及云转型进程，呈现进一步向头部厂商提升市占率走势。

国产化趋势：传统ERP国产替代刺激高端需求，并购业务完善产业布局

公司是华为鲲鹏生态建设重要合作伙伴，在中美贸易摩擦大背景下，高端市场国产替代需求增加，将使公司传统软件业务有较大增幅，同时，公司通过多项并购举措持续完善CRM、PLM、BI等业务板块以及财政、汽车等行业解决方案，后续有望继续开展行业价值洼地标的的外延，完善公司“云智大物移”时代一体化企业解决方案，助推用友网络跨越千亿市值大关。

云转型增量：拳头产品抢占SaaS市场，iUAP赋能生态建设

公司以客户资源+技术优势打开SaaS业务中端企业市场，U8cloud续约率超过80%，后续仍有一定增量空间；NC cloud自推出以来已签约多个不同行业大客户，赋能大型企业数字化转型。对标Salesforce，公司推出高效能PaaS平台iUAP，有助于企业构建自身生态壁垒，未来有望成为增量业绩爆发点。

公司盈利预测及投资评级：公司是ERP行业领军企业，在ERP行业整体云化进程中有望持续领先。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.36/0.49/0.64元，对应PE分别为77/58/44倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业竞争格局的不确定性，公司规模扩张带来的管理风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,343.66	7,703.50	9,592.19	12,013.4	15,188.5
增长率(%)	24.06%	21.44%	24.52%	25.24%	26.43%
净利润(百万元)	389.08	612.13	903.61	1,216.61	1,592.51
增长率(%)	97.11%	57.33%	47.62%	34.64%	30.90%
净资产收益率(%)	6.65%	9.32%	13.41%	17.51%	22.10%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.36	0.49	0.64
PE	104.22	87.94	77.42	57.50	43.93
PB	7.04	8.21	10.38	10.07	9.71

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司简介：

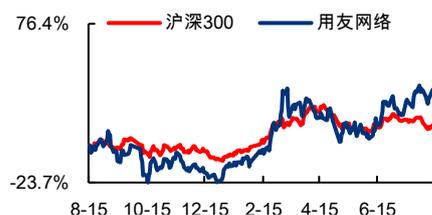
公司是国内领先的企业管理软件及云服务提供商，拥有广泛的客户基础。近年来，公司着力业务转型，逐渐形成以用友云为核心，“云服务、软件、金融”三大业务板块融合发展的新战略布局。自战略3.0推出以来，云服务和金融业务占比逐年增高，未来将成为公司主要增长点。公司依托完备的产品线，丰富的客户交付经验以及突出的研发实力，在国内ERP行业有较高的知名度和行业地位。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(元)	28.88-28.31
总市值(亿元)	718
流通市值(亿元)	714.9
总股本/流通A股(万股)	248613/247542
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.14

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

研究助理：陈晓博

chenxb_yjs@dxzq.net.cn

目 录

1. 公司概况：战略 3.0 转型加速，云服务及金融板块占比逐年增长	6
1.1 国内 ERP 龙头逐步迈向企业互联网云时代	6
1.2 股权高度集中，管理层逐步年轻化	7
1.3 战略转型成效显著，费用支出结构持续优化	8
2. ERP 行业重回增长快车道，各大巨头纷纷加快云化转型进程	9
2.1 ERP 行业有望迎来加速复苏	9
2.2 国内 ERP 市场竞争格局概览	11
2.3 四大 ERP 巨头发展路径分析	14
2.3.1 SAP：ERP 行业霸主，积极推进云化进程	14
2.3.2 Oracle：数据库行业领军企业，通过并购重组提升 ERP 市场份额	20
2.3.3 金蝶：积极推进云转型，逐步成为以云为核心的 ERP 企业	23
3. 传统软件业务：国产替代刺激高端需求，并购业务完善产业布局	25
3.1 多层次产品线满足多样化需求，国产替代助力公司在高端市场持续发力	25
3.2 并购之路，打造 ERP 全产业链	27
4. 云服务业务：拳头产品抢占 SaaS 市场，iUAP 赋能生态建设	29
4.1 云 ERP 拳头产品接连上架，后发制人抢占 SaaS 市场	29
4.2 Salesforce 引领平台化建设，生态圈打造助力云端持续发力	31
4.3 精智工业互联网平台赋能云时代工业企业转型发展	34
5. 金融业务：受益行业高速增长，背靠集团资源打造资金闭环	40
5.1 供应链金融行业风口正当时	40
5.2 背靠集团资源，打造资金闭环	43
6. “云转型 + 国产化”助推用友网络跨越千亿市值大关	46
7. 投资评级与投资建议	48
8. 风险提示	49
相关报告汇总	51

表格目录

表 1：四大 ERP 公司历史沿革概况（单位：亿元）	12
表 2：四大 ERP 厂商产品市场优劣势对比	14
表 3：SAP 五大 ERP 系统	16
表 4：用友 ERP 产品线	26
表 5：NC Cloud 现有签约客户	30
表 6：五大商业伙伴共助用友生态建设	34
表 7：国内工业互联网平台参与企业	36
表 8：用友精智解决方案及成效	39

表 9: 供应链金融相关政策密集出台	41
表 10: 供应链金融子公司设立时间线	44
表 11: 中性预期下用友网络营收预测（单位：亿元）	46
表 12: 软件业务可比公司估值表	47
表 13: 中性预期下用友网络估值表（单位：亿元）	47
表 14: 乐观预期下用友网络估值表（单位：亿元）	48

插图目录

图 1: 公司大客户渗透率较高	6
图 2: 公司战略转型三步走	7
图 3: 董事长王文京是公司实际控制人	7
图 4: 战略转型成效显著，营收大幅增长	8
图 5: 归母净利润同比增长 57%	8
图 6: 云服务和金融业务占比不断增长	8
图 7: 云服务和金融业务营收保持高增长	8
图 8: 三费占营收比例有所下降	9
图 9: 研发费用率近年来均高于竞争同业	9
图 10: 自上世纪 90 年代以来，国内 ERP 行业经历了三个发展阶段，行业整体受宏观经济水平影响较大	9
图 11: 60 岁以上人口占比从 14% 升至 18%	10
图 12: 劳动力成本呈现上升态势	10
图 13: SAAS 规模不断增长，预计于 2021 年超过传统软件	11
图 14: 各大巨头纷纷着力云业务转型	11
图 15: 2017 年中国整体 ERP 软件市场竞争格局	11
图 16: 2017 年中国高端 ERP 软件市场竞争格局	11
图 17: 四家公司营业收入对比	12
图 18: 四家公司扣非后归母净利润对比	13
图 19: 四家公司扣非后归母净利润对比	13
图 20: SAP 重大产品推出时间表	15
图 21: 近年来营收持续稳定增长	15
图 22: 归母净利润微跌维稳	15
图 23: 云服务占比不断增长	16
图 24: 云服务业务持续增长，传统软件和服务业务维稳	16
图 25: SAP S/4HANA 与 SAP ERP 的区别	17
图 26: SAP S/4HANA 用户数涨势较快	17
图 27: SAP 云服务产品线并购概览	18
图 28: SAP 平台产品线并购概览	19
图 29: SAP 主要并购行业软件厂商概览	19

图 30: SAP 典型客户	20
图 31: Oracle 发展历程	20
图 32: 近年来营收持续稳定增长	21
图 33: 归母净利润由负转正	21
图 34: 硬件收入占比不断下跌	21
图 35: 硬件收入占比不断下跌	21
图 36: Oracle 18c 关键要素	22
图 37: Oracle 业务板块竞争格局	22
图 38: Oracle 典型客户	23
图 39: 金蝶发展历程	23
图 40: 连续三年营收增长超过 20%	24
图 41: 归母净利润由负转正	24
图 42: 云服务占比不断增长	24
图 43: 云服务保持高增长，传统软件业务有所回暖	24
图 44: 金蝶国际主要产品	25
图 45: 用友 NC6 客户覆盖行业广泛	27
图 46: 用友网络大型并购事件	28
图 47: 用友 PLM 产品框架	29
图 48: U8 产品架构	30
图 49: Salesforce PaaS 平台建设之路	32
图 50: PaaS 平台搭建有助于企业获得持续竞争优势	32
图 51: PaaS 平台搭建后大客户收入逐年增长	32
图 52: ARPU 值显著提升	33
图 53: PaaS 平台占云业务收入比重逐年增长	33
图 54: iUAP 基础架构	33
图 55: iUAP3.0 平台架构	33
图 56: 生态伙伴数量大幅增长	34
图 57: 生态产品和服务数量大幅增长	34
图 58: “中央顶层部署+部省联动推进”带动工业互联网平台快速落地	35
图 59: 工业互联网平台功能架构图	36
图 60: 我国主要工业互联网平台能力图谱	37
图 61: 工业互联网市场规模保持稳步增长	37
图 62: 用友精智互联网产品架构	38
图 63: 精智工业互联网平台发展水平	39
图 64: 已签约政府客户概况	40
图 65: 供应链金融的交易模式	40
图 66: 供应链金融发展阶段	41
图 67: 技术发展变革供应链金融基础业务逻辑	42
图 68: 供应链金融市场规模保持稳步增长	43
图 69: 数融云功能框架	44

图 70: 累计成交金额超过 420 亿元.....	45
图 71: 累计活跃人数超过 170 万人.....	45
图 72: 畅捷通助力用友打造资金闭环.....	46
图 73: 累计交易金额超过 2700 亿元.....	46

1. 公司概况：战略 3.0 转型加速，云服务及金融板块占比逐年增长

1.1 国内 ERP 龙头逐步迈向企业互联网云时代

用友网络（600588.SH）成立于 1988 年，于 2001 年在上交所上市，是国内领先的企业管理软件及云服务提供商。据赛迪顾问发布报告，2017 年，用友在公有云 SaaS 及企业级应用软件市占率均位列第一。公司在国内拥有广泛的客户群体，经过 30 多年的发展，形成了以客户为中心的综合型、融合化、生态式的企业数字化平台，截至 2017 年，公司累计服务大型客户总数超过 2.5 万，覆盖国内 58% 的千亿级企业，56% 的 500 强企业，以及 51% 的制造业 500 强企业。截至 2018 年底，公司员工总计超过 16000 人。

图 1：公司大客户渗透率较高



资料来源：用友公众号，东兴证券研究所

自成立以来，公司主要经历了三个时代：

（1）**用友 1.0（财务与部门级服务）**：推出基于局域网的网络版财务软件（V5.0 For DOS），推动国内会计电算化进程。

（2）**用友 2.0（ERP 与企业级服务）**：推出用友 U8，标志进入 ERP 时代，通过大量并购，完善企业管理软件版图，为客户提供包括 ERP、CRM、PLM 等应用与服务、涉及领域包括人力资源、客户关系等板块，涉及行业包括财政及行政事业单位、汽车、烟草等，为中国企业信息化转型推波助澜。2015 年企业互联网服务业务客户数达到 80 万。

（3）**用友 3.0（云计算与社会级服务）**：基于移动互联网、云计算、大数据、人工智能等最新 IT 技术，形成了以用友云为核心，“云服务、软件、金融”三大业务板块融合发展的新战略布局，业务领域从企业管理扩展到业务运营和企业金融，服务层级从企业级迈向社会级，2018 年云服务业务客户数达到 460 万。

图 2：公司战略转型三步走

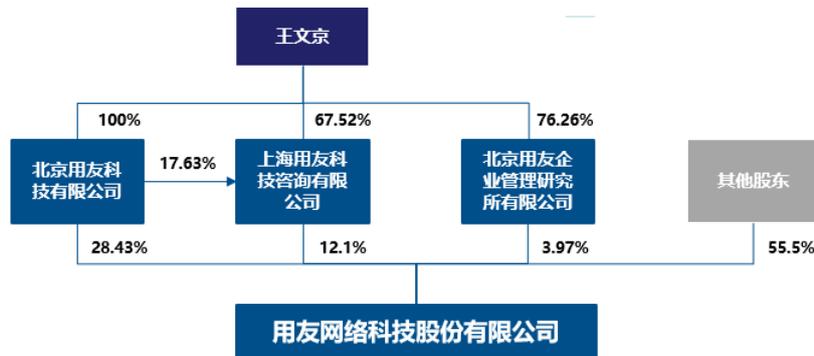


资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

1.2 股权高度集中，管理层逐步年轻化

用友网络股权高度集中，创始人、董事长及前总经理王文京合计持有股份 41.76%，为公司实际控制人。王文京于 2019 年 1 月 1 日起卸任公司 CEO，转为负责发展战略事务，由陈强兵接任公司总裁职务。陈强兵于 2000 年加入用友，参与研发、实施、售前等多项业务，历任分公司总经理、产品事业部及客户经营机构主管。

图 3：董事长王文京是公司实际控制人



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 战略转型成效显著，费用支出结构持续优化

自用友 3.0 推出以来，公司战略转型成效显著。2018 年，公司营业收入为 77 亿元，同比增长 21%，主要是由于云服务及金融业务显著增长所致，归母净利为 6 亿元，同比增长 57%。从收入结构看，传统软件业务收入为 56 亿元，占比 73%，同比增长 9%，为公司营收主要来源，云服务和金融业务分别占比 11%及 16%，同比增长 108%及 55%，未来有望成为公司新增可持续增长点。

图 4：战略转型成效显著，营收大幅增长



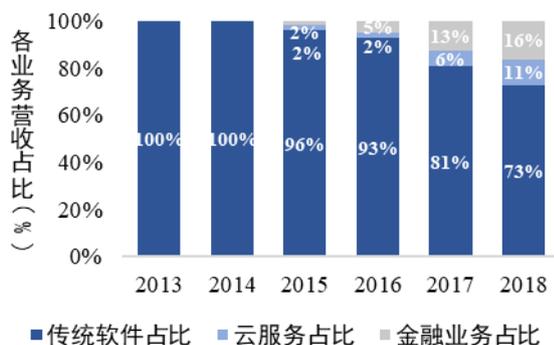
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：归母净利同比增长 57%



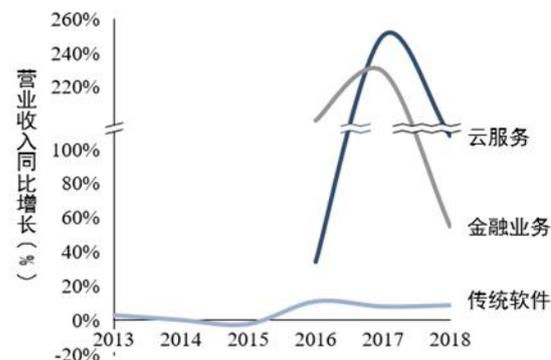
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：云服务和金融业务占比不断增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：云服务和金融业务营收保持高增长

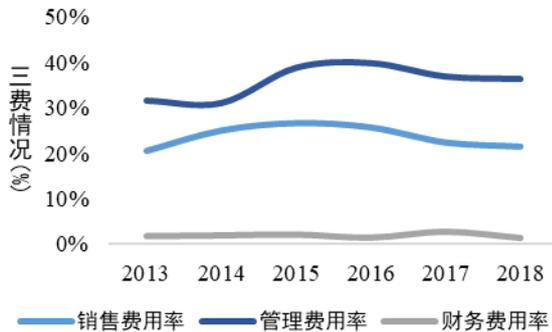


资料来源：Wind，东兴证券研究所

费用支出占比持续下降，库存现金显著增长，为后续并购业务提供可行性空间。受益于公司加大产品线分销力度，公司销售费用率下跌至 21%，处于 5 年来最低值，财务费用率为 1.4%，同比下降 46%，库存现金为 55 亿元，同比增长 38%，主要是由于公司 2018 年偿还了大量有息负债，减轻财务负担的同时，也为公司后续并购提供资金保障。

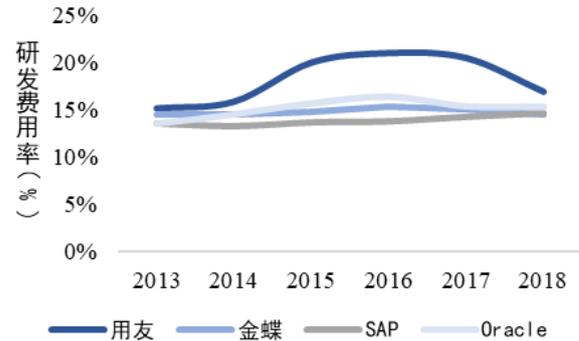
近年来，受战略转型因素驱动，公司研发费用持续上涨，研发费用率高于竞争同业。公司拥有包括总部平台和应用研发中心等在内研发体系，为战略转型持续发力。近四年公司平均研发费用为 11 亿元，同比转型前增长 64%，平均研发费用率为 20%，同比转型前增长 24%。截至 2018 年，公司研发人员超过 5000 人，占公司总人数比重为 32%。由于目前云业务尚在窗口期，预计公司持续投入研发，维持研发高费用率特征。

图 8: 三费占营收比例有所下降



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 9: 研发费用率近年来均高于竞争同业

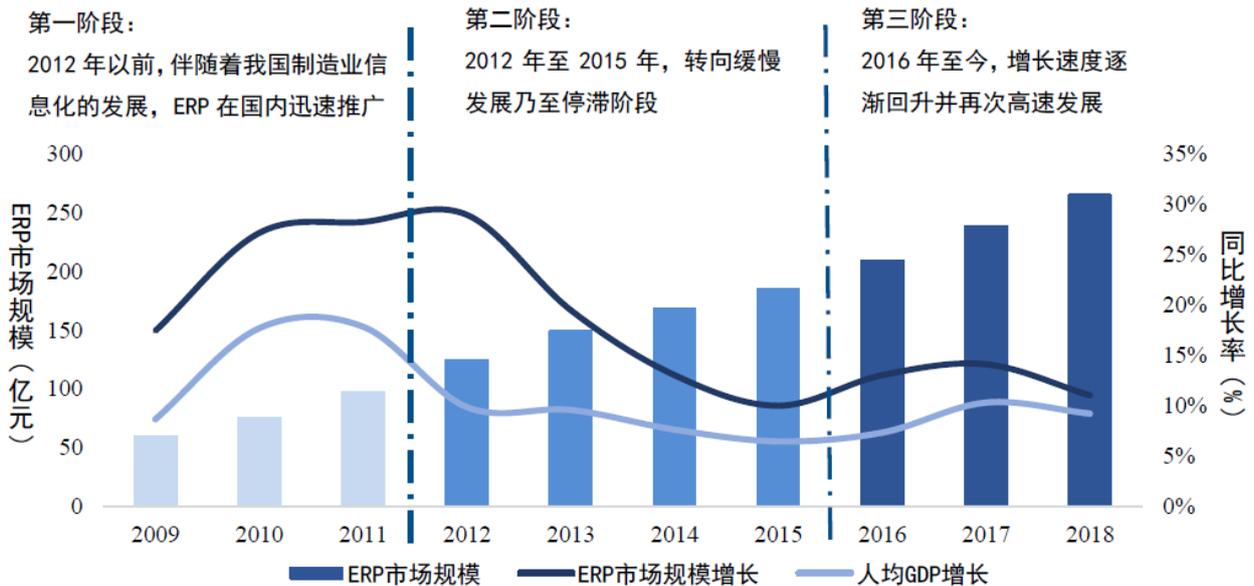


资料来源: Wind, 东兴证券研究所 (Oracle 截至 2019.5.31)

2. ERP 行业重回增长快车道, 各大巨头纷纷加快云化转型进程

2.1 ERP 行业有望迎来加速复苏

图 10: 自上世纪 90 年代以来, 国内 ERP 行业经历了三个发展阶段, 行业整体受宏观经济水平影响较大



资料来源: 前瞻产业研究院, Wind, 东兴证券研究所

需求侧分析:

2012 年以前, ERP 行业发展较快主要有以下两点原因: (1) 宏观经济迅速发展, 带动传统软件收入高涨; (2) 国际 ERP 巨头与国内厂商形成优势互补, 共同开拓客户渠道。

2012 年以前, 企业 IT 支出与宏观经济高度相关。过去, 经济主要靠投资, 出口等需求侧拉动, 是以量的扩展为特征的粗放型的增长方式, 此时企业管理软件目标客户为制造企业, 核心在于企业内部的流程

协作，客户希望通过财务、进销存及生产管理模块实现降本增效，故在制造业新场开工率高企的推动下，传统软件的普及率迅速上升。

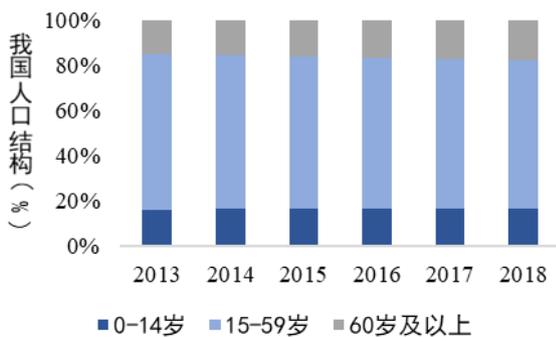
另一方面，我国自主厂商凭借着价格低廉、本土化改革等竞争优势，对中小企业信息化转型推波助澜。SAP、Oracle 等国际 ERP 巨头凭借着其完善的功能模块及先进的管理理念，甫入国内便迅速攻城略地，如 SAP 签约中石化、中石油、海尔、联想等企业。但是由于这些国际化公司的软件架构是针对大企业设计的，价格高昂、且受限于与实施团队的分离，可能无法与中小企业的业务流程和管理架构相匹配。针对此现象，本土 ERP 厂商不仅对软件界面、语言汉化等做出了微调，还结合遍布全国的服务网络及时响应客户需求，迅速抢占市场份额。

2012 年到 2015 年，受宏观经济波动影响，制造业景气不佳，且由于产业内技术转型，客户对于云技术发展前景看法不一，国内 ERP 市场规模增长呈现悬崖式下跌态势，至 2015 年，增速处于 10% 的历年最低位。

供给侧分析：

2016 年以后，多因素共振 ERP 重回快车道。（1）随着经济进入新常态，依靠资源要素投入、规模扩张的发展模式难以为继，《中国制造 2025》纲要中指出，“以加快新一代信息技术与制造业深度融合为主线，以推进智能制造为主攻方向。”随着供给侧改革不断深入，经济波动对企业 IT 支出影响将不断减弱；（2）随着我国人口老龄化加剧以及生育率下跌，劳动力供给萎缩，致使工资成本不断上涨。ERP 的实施能有效降低企业管理、生产制造、采购等的成本费用，提升企业利润率；（3）受益技术转型，云化 ERP 带来新的业务增长点。云 ERP 系统采用按月付费的形式，初期成本较低，兼具快速部署与灵活调整的优势，有利于在中小企业中快速推进；（4）贸易摩擦不断反复致使信息安全领域国产替代和自主可控重要性不断升级。

图 11：60 岁以上人口占比从 14% 升至 18%



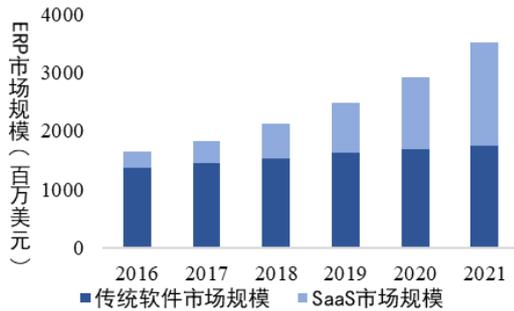
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：劳动力成本呈现上升态势



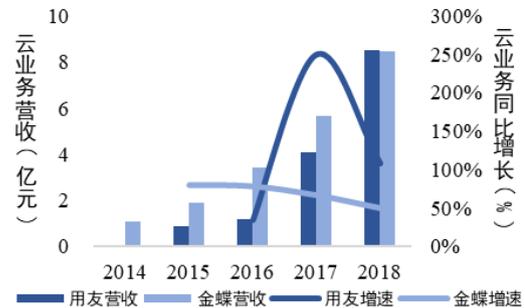
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13：SAAS 规模不断增长，预计于 2021 年超过传统软件



资料来源：IDC，东兴证券研究所

图 14：各大巨头纷纷着力云业务转型

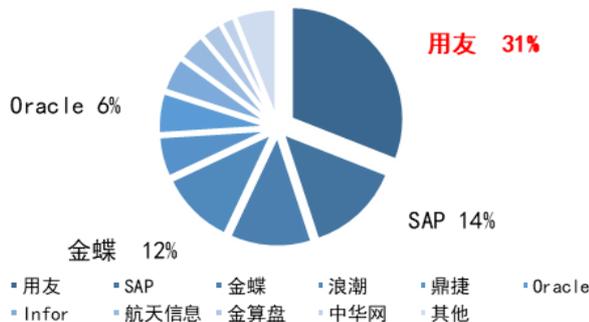


资料来源：Wind，东兴证券研究所（Oracle 截至 2019.5.31）

2.2 国内 ERP 市场竞争格局概览

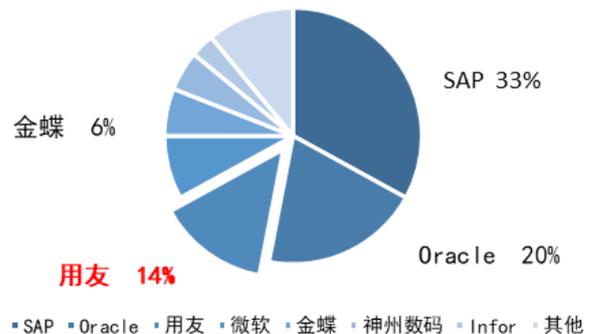
我国 ERP 行业市场集中度较高，呈现近乎寡头垄断格局，国内 ERP 厂商市占率逐年递增，但高端市场仍被大型跨国公司占据。国内 ERP 整体市场市占率，用友（31%）、SAP（14%）、金蝶（12%）分别位列前三，高端市场中跨国公司具有压倒性优势，SAP 与 Oracle 市占率之和超过 50%，预计未来 ERP 转云是必然趋势，ERP 市场将伴随国产化及云转型进程，呈现进一步向头部厂商提升市占率走势。

图 15：2017 年中国整体 ERP 软件市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图 16：2017 年中国高端 ERP 软件市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

我国 ERP 市场主流厂商包括 SAP、Oracle、用友、金蝶等。SAP 与 Oracle 主要集中在高端市场，SAP 在离散和流程等复杂制造领域具有相对优势，且以大型制造为主，Oracle 则优于金融电信等行业。跨国厂商依靠其多年的西方制造企业管理实践经验，拥有完整的功能模块，有助于国内企业实现管理理念升级以及业务流程再造，这是高端市场行业壁垒的根源，对国内厂商来说尚有一定赶超空间。但是由于其缺乏广泛的渠道以及足够的服务人员，对客户响应速度可能不及本土厂商。用友和金蝶是本土较为知名的两大厂商，其中用友产品线较为齐全，且用户基数大，而金蝶的主打产品竞争力较强，并且在云转型战略中拔得头筹，但国内厂商在生产制造模块的功能深度和行业应用的完善性方面有待进一步提升。近年 SAP 与 Oracle 等国际巨头也纷纷推出针对中小企业的解决方案，用友与金蝶过去主要集中在中小企业客户群体，随着政府大力推动中小企业上云及工业互联网进程，用友与金蝶也逐渐推出自己的高端产品线，有望能实现国产替代，逐渐争取高端 ERP 市场占有率。

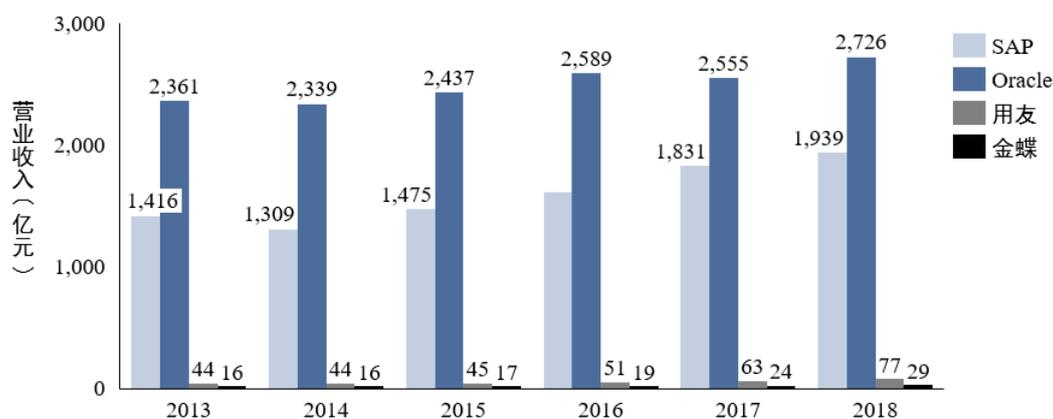
SAP 和 Oracle 作为全球范围内 ERP 领军企业，无论是在业务规模还是技术成熟度，都远高于国内竞争同业。SAP 与 Oracle 营业收入均超过千亿人民币，而国内 ERP 巨头用友金蝶总体规模仍在十亿人民币层级；主营业务占比方面，金蝶的云转型力度居于四家企业之首，SAP 的传统软件和云业务分别占比 63.6% 以及 20.2%，用友分别占比 72.7% 及 11.1%，金蝶分别占比 69.8% 及 30.2%，Oracle 由于数据口径不一致，不能严格区分云业务占比，但由于其云转型时间较为滞后，目前仍是主要依靠软件授权收入，截止 2017 年，其云业务占比为 12.1%。

表 1：四大 ERP 公司历史沿革概况（单位：亿元）

公司名称	成立/上市时间	2018 年主营业务收入/占比	2018 年总收入/归母净利润	第一款 ERP	第一款云 ERP
SAP	1972/1988	传统软件（1226.4/63.3%）、 云业务（391.8/20.2%）、 服务（320.6/16.5%）	1938.9/321.8	1992 （SAP R/3）	2007 （SAP Business By Design）
Oracle	1977/1986	云业务和授权支持 （1842.6/67.6%）、 云授权和传统软件授权 （403.9/14.8%）、 硬件（255.5/9.4%）、 服务（223.5/8.2%）	2725.6/798.2	1993 （Oracle R10）	2012 （Oracle Fusion Applications）
用友	1988/2001	传统软件（55.8/72.7%）、 云业务（8.5/11.1%）、 金融业务（12.4/16.2%）	77.0/6.1	1998 （用友 U8）	2017 （用友 U8 Cloud）
金蝶	1991/2001	传统软件（19.6/69.8%）、 云业务（8.5/30.2%）	28.8/0.8	1999 （金蝶 K/3）	2012 （金蝶 K/3 Cloud）

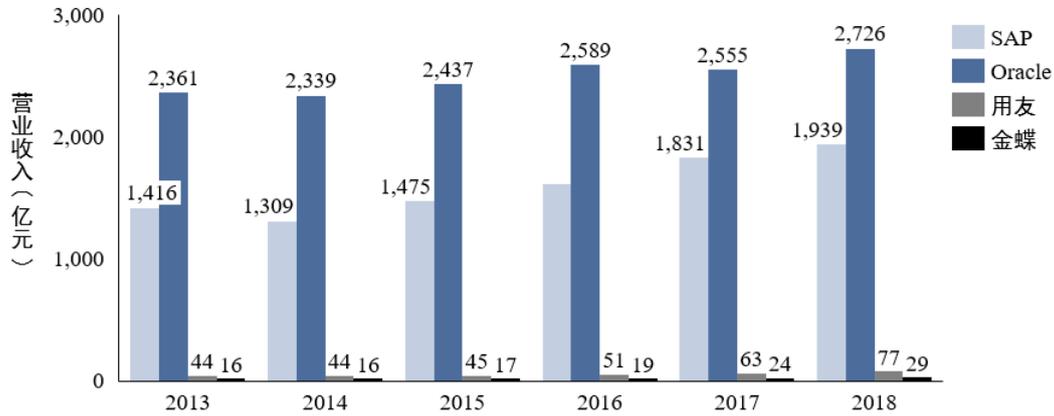
资料来源：公司年报，Wind，东兴证券研究所

图 17：四家公司营业收入对比



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

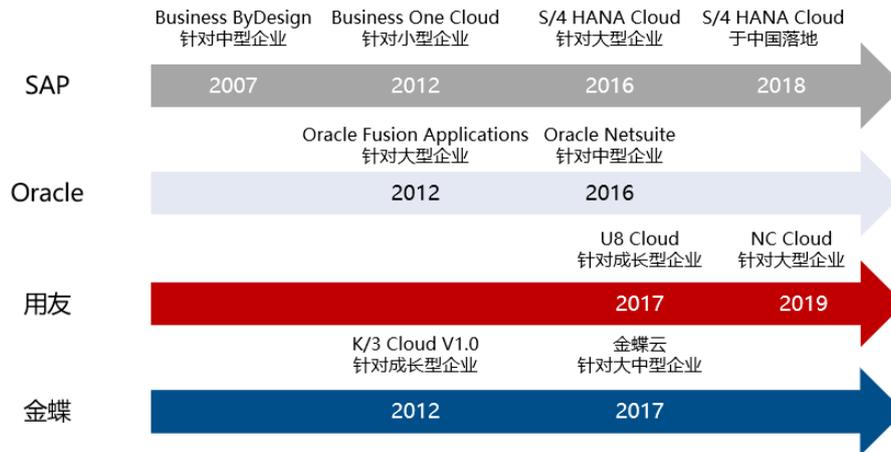
图 18: 四家公司扣非后归母净利润对比



资料来源: 根据公开资料整理, 东兴证券研究所

从云转型时间来看, 国外企业仍处于领先态势。国外企业 SAP 领先于 Oracle, 国内企业金蝶领先于用友, 均抢先一步在 SaaS 市场攻城掠地, 但是 Oracle 凭借其强大的数据库基础, 用友凭借其庞大的国内客户基础, 也在各自领域内对竞争对手发起挑战。

图 19: 四家公司扣非后归母净利润对比



资料来源: 根据公开资料整理, 东兴证券研究所

表 2：四大 ERP 厂商产品市场优劣势对比

厂商	主要产品	主要客户	营销方式	优势	劣势
SAP	R3, B-ONE	大型客户为主： 如中石化、中石油、海尔、联想等	分销	(1) 全球最大的企业管理软件及协同商务解决方案供应商； (2) SAP 在中国拥有高度品牌知名度与美誉度； (3) 在商业运营中形成了包括众多咨询公司在内的完善的生态系统，在典型行业或重点行业拥有一批“灯塔”型用户； (4) 在复杂制造业拥有优势； (5) 采取多种措施，积极开拓中小企业市场；	(1) 产品价格太贵； (2) 个性化不足； (3) 没有足够的服务渠道和服务人员。对客户响应速度和程度都较为欠缺
Oracle	EBS, Peoplesoft, Sieble	大型客户为主： 如中国民航、中国电信等	分销	(1) 全球先进的管理软件厂商，拥有强大的技术研发及创新研究实力，有 Oracle 大型数据库作为产品的支撑，以 JAVA 作为开发语言； (2) ERP 产品体系以灵活及开放为卖点，具有成熟的合作伙伴体系，实施的成本较 SAP 要低； (3) 在高端市场具有较高的声望； (4) 采取多种措施，积极开拓中小企业市场；	(1) Oracle 的全球定价策略对其开拓中国市场产生了影响，产品价格相对中国企业用户来说偏高； (2) 对中低端市场渠道建设力度不足； (3) 先进产品服务能力不足；
用友	NC、U9\U8、“通系列”	客户覆盖全面，包括大型客户：如南方航空，欧莱雅，也包括一众中小企业	大型企业直销，其他分销	(1) 在国内品牌中品牌知名度最高，拥有相对完善的覆盖全国各地的渠道； (2) 产品线全，用户基数大； (3) 正在向高端 ERP 产品进行突破，其庞大的用户群可以支撑各种业务；	(1) ERP 产品在功能和细腻度上还存在缺陷，尤其在生产制造管理模块； (2) 同时服务压力过大会造成经营成本上升； (3) 项目管理水平不高、项目实施成本高；
金蝶	EAS、K/3、KIS	客户覆盖全面，包括大型客户：如万科、中国国电，也包括一众中小企业	大型企业直销，其他分销	(1) 在国内品牌中品牌知名度较高，拥有相对完善的覆盖全国各地的渠道； (2) 主打产品市场竞争力强，在国内云市场市占率较高； (3) 积极开拓高端市场；	(1) ERP 产品和功能模块与国际厂商相比有差距； (2) 产品较单一，风险抵御能力不足；

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

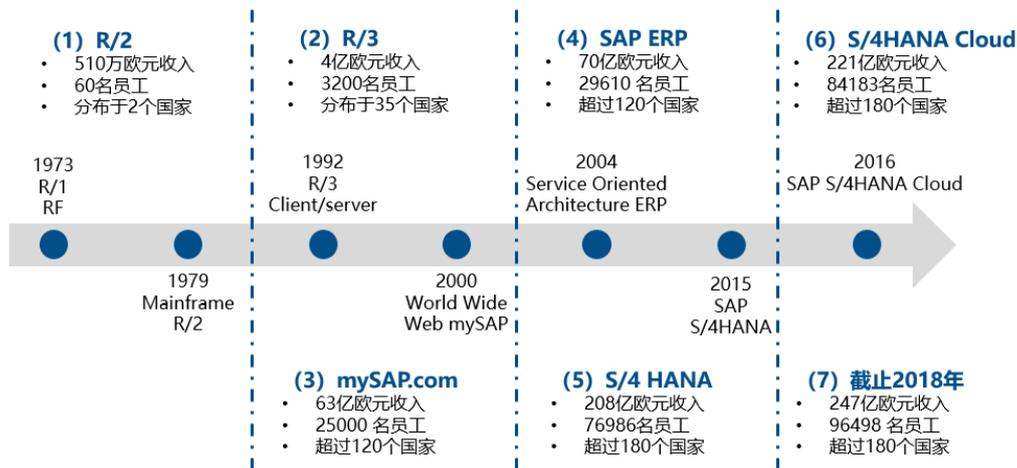
2.3 四大 ERP 巨头发展路径分析

2.3.1 SAP: ERP 行业霸主，积极推进云化进程

1972 年，五名前 IBM 西德分公司工程师离职创立了 SAP，公司创立时的远景目标在于“开发用于实时业务处理的标准应用软件”。1973 年，SAP 推出第一个标准化软件产品，财务会计软件 RF，该软件即是后来著名的 R/1 系统；1973 年，SAP 推出基于主机/终端服务器架构的 SAP R/2；1988 年，SAP 于

德国上市; 1992 年, SAP 推出其标志性产品——基于 C/S 架构的 SAP R/3, 此款产品取得了空前的成功, 包括 IBM、惠普、微软、苹果、英特尔等大公司纷纷上线 SAP R/3; 2000 年, SAP 推出基于应用集成平台 Netweaver 研发的 mySAP, 带有支持访问 Web 的功能; 2004 年, SAP 发布了 ECC, ECC 相当于在 Netweaver 上实现的 R/3, 是一个集运行与开发为一体的运行服务器; 2015 年, SAP 推出 S/4HANA, 其基于 SAP HANA 内存数据库系统进行开发, 具有更高效地计算能力; 2016 年, SAP 继续加快云化进程, 面对大型企业推出 S/4HANA Cloud, 截止 2018 年底, SAP 总共实现收入 1939 亿人民币, 在超过 180 个国家拥有将近 10 万名员工。

图 20: SAP 重大产品推出时间表



资料来源: 根据公开资料整理, 东兴证券研究所

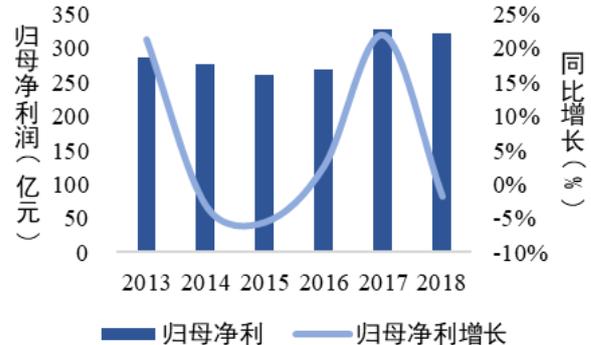
公司主要将业务划分为三大类: (1) 云服务订阅以及维护的收入, 包括 IaaS、PaaS、SaaS 以及高级云服务的收入; (2) 传统软件授权以及维护的收入; (3) 服务收入, 包括专业服务、高级支持服务和其他服务, 如培训服务和消息服务。2018 年公司营业收入为 1939 亿元, 同比增长 6%, 归母净利润为 322 亿元, 同比下跌 2%。近年来, 公司传统软件在总营收中比重逐年下跌, 而云业务占比逐年增长, 2018 年云业务占总营收比例达到 20%。

图 21: 近年来营收持续稳定增长



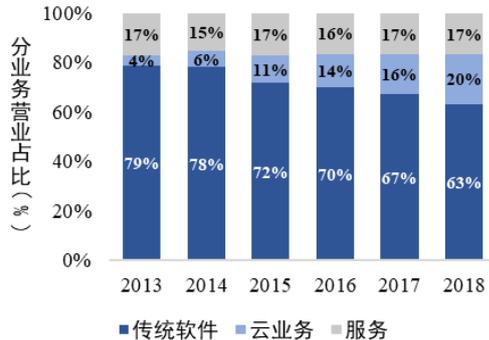
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 22: 归母净利润微跌维稳



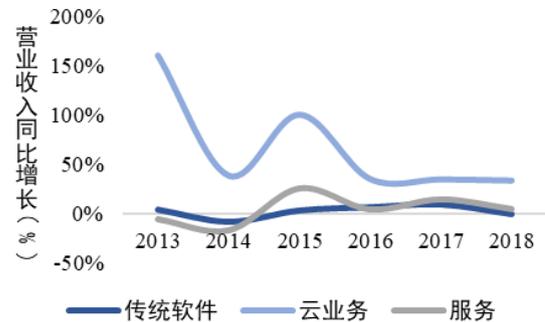
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 23：云服务占比不断增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 24：云服务业务持续增长，传统软件和服务业务维稳



资料来源：Wind，东兴证券研究所

SAP 通过内生研发和外延并购双管齐下，积极拓宽自身业务范围，完善产业布局。

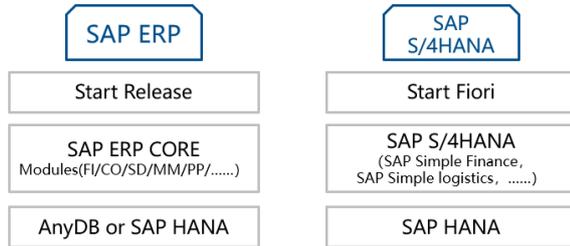
SAP 共有三条产品线：ERP 产品线、云服务产品线以及平台产品线。

针对 ERP 产品线，SAP 推出不同的产品类型满足客户多样化需求，其中以 SAP S/4 HANA 为最新拳头产品，不断扩大高端市场占有率。目前 SAP 主要提供五种产品：私有云 S/4 HANA、公有云 S/4 HANA Cloud、基于本地的 SAP ERP、面向中型企业的 ERP SAP Business by Design 以及面向中小企业的公有多租户 ERP SAP Business One。目前公司主打产品为 SAP S/4 HANA 以及其 SaaS 版本，作为 R/3 的下一代产品，SAP S/4 HANA 完全基于 SAP HANA 内存数据库系统，可实时集中管理企业数据，具有更高的数据吞吐能力和数据压缩能力，在 SAP ERP 的基础上，其优化了产品代码及数据结构，简化了财务流程和产品逻辑，并且应用了 SAP Fiori 新的用户交互系统，能够很好适应移动和工业 4.0 时代的企业运营需求。自 SAP S/4 HANA 推出以来，取得了客户的高度认可，截至 2018 年年底，用户数已达到 10500 个，年均复合增长率为 58%。

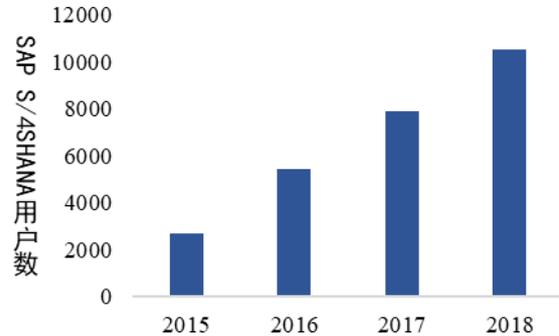
表 3：SAP 五大 ERP 系统

产品名称	公司类型	产品主要特色
SAP S/4 HANA	大型公司	1、建立在 SAP HANA 内存数据库上，并结合了在线分析处理和事务处理能力； 2、包括 AI 能力；物流、制造和资产管理方面的机器学习；以及为特定行业定制的核心系统能力
SAP S/4HANA Cloud	大型公司	1、可以部署在公共云上，也可以部署在专用的私有云环境中。是 S/4HANA 的 SaaS 版本； 2、包括通过内存计算的实时数据、嵌入式分析、机器学习支持等功能
SAP ERP	大型公司	1、产品成熟度较高。截止到 2018 年，共有超过 17 万家企业用户，可对不同企业进行深度定制，共支持 25 个垂直行业
SAP Business Bydesign	中型公司	1、该产品的集成适用于其他 SAP 云产品，如 Concur、SuccessFactors、Ariba 等； 2、具有针对特定行业的特殊功能，如专业服务、制造、批发分销等行业
SAP Business One	小型公司	1、包括集成的 SAP Crystal Reports，有利于报表生成和其他分析项目； 2、拥有移动版本，便于用户随时进行客户管理和库存查看

资料来源：公司官网，网络公开资料整理，东兴证券研究所

图 25: SAP S/4HANA 与 SAP ERP 的区别


资料来源: 网上公开资料整理, 东兴证券研究所

图 26: SAP S/4HANA 用户数涨势较快


资料来源: SAP 年报, 东兴证券研究所

云服务产品线中, **SAP** 主要通过业务并购促进细分领域云化进程, 在人力、CRM、SCM 等领域都进行了大量收购。

人力领域内, 2011 年, SAP 以 35 亿美金并购 HCM 领域龙头 SuccessFactors, 完善人力资源云业务, SuccessFactors 在全球 177 个国家及地区拥有 6900 多家客户, 其核心业务年增长率达到 51%。

供应链领域内, 2012 年, SAP 以 43 亿美金并购世界第二大云计算供应商 Ariba, 完善供应链云业务, Ariba 是基于云计算商务协作应用领域中的领军企业, 2011 年, Ariba 实现了 4.44 亿美元总收入, 年增长率达 38.5%, 同期, 其业务网络的自有增长率为 62%; 财务领域内, 2014 年, SAP 以 83 亿美金并购 Concur, 收购 Concur 后, SAP 将拥有全球最大商务网络, 每年将完成超过 6,000 亿美元的交易, 在超过 25 个行业实现无缝商务交易。

在 CRM 领域, 2018 年, SAP 分别以 24 亿美金和 80 亿美金并购了 Callidus 和 Qualtrics, Callidus 拥有云计算的 Lead to Cash 套件, 其 CPQ 和 SPM 应用可填补 SAP CX 产品组合的空白, 有利于 SAP 与 Salesforce 展开竞争; Qualtrics 是全球前三大在线调查服务公司之一, 收购 Qualtrics 后, SAP 企业运营数据与 Qualtrics 人员体验数据相结合, 可以为 SAP 云平台和人工智能平台提供更多数据资源。

图 27：SAP 云服务产品线并购概览

人力

- 2010年，SuccessFactors并购Inform，加强人力规划模块
- **2011年，并购SuccessFactors，35亿美金，加强人力资源云套件**
- 2011年，SuccessFactors并购Jobs2Web，加强招聘营销
- 2012年，并购Datango，加强在线学习模块
- 2014年，并购FieldGlass，加强外聘员工管理模块
- 2015年，并购Multiposting，加强招聘管理模块
- 2018年，并购CoreSystems，主要用于社会化用工平台，进行现场服务管理

供应链SCM

- 1999年，Ariba并购TRADEX，加强供应链行情服务
- 2004年，Ariba并购Free Markets，加强采购管理
- 2011年，并购Crossgate，加强B2B电子数据交换
- 2011年，Ariba并购b-Process，加强电子发票服务
- 2011年，Ariba并购Quadrem，世界上最大的供应网络
- **2012年，并购Ariba，43亿美金，加强供应链云服务**
- 2013年，并购SmartOps，加强供应链库存优化

CRM

- 2007年，并购Wicom Communications，客服：全IP联络中心搭建和企业通信软件提供商
- 2009年，并购Sky Data，CRM销售：专注移动CRM软件解决方案
- 2012年，并购Syclo，CRM服务：加强现场服务解决方案
- 2013年，并购Hybris，电子商务：网络渠道体验管理
- 2014年，并购SeeWhy，CRM营销：加强用户旅程优化模块
- 2017年，并购Abakus，CRM营销：加强跨渠道营销效果统计监测
- 2017年，并购Gigya，CRM大数据：加强其Hybris电子商务部门
- **2018年，并购Callidus，24亿美金，CRM销售：Lead to Cash解决方案**
- **2018年，并购Qualtrics，80亿美金，CRM营销：客户调查问卷服务**

财务

- **2014年，并购Concur，83亿美金，布局全球最大商务网络**

资料来源：SAP 官网，东兴证券研究所

平台产品线中，SAP PaaS 平台融合了先进的科技，包括区块链、人工智能、机器学习、大数据（HANA）、物联网（Leonardo）、商业智能平台（SAP Analytics Cloud）等。通过一体化集成，能够把底层所有与物相关的数据，与企业的经营管理无缝集成，实现数据的自上到下的完整贯通，赋能企业的业务智能。在相关并购业务中，2008年，SAP以68亿美金并购商业分析软件领导者 Business Objects，实现旗下 ERP 产品与商业智能分析的有效融合；2010年，SAP以58亿美金并购传统数据库厂商 Sybase，以强化旗下 HANA 大数据平台的研发。

图 28: SAP 平台产品线并购概览
应用集成

- 门户集成: 2001年, 并购TopTier Software, 后成为SAP Portals 模块
- 门户集成: 2007年并购MaXware, 用于提供身份管理解决方案
- 门户集成: 2010年, SuccessFactors并购了Cubetree, 后来成为 JAM, 企业社交与企业协作门户
- 流程集成: 2007年, 并购Yasu Technologies, 改善了 NetWeaver (SAP PI) 的业务流程管理 (BPM) 功能
- 流程集成: 2009年, 并购SOALogix, 用于软件业务流程集成
- 流程集成: 2018年, 并购Contextor, 用于机器人过程自动化

物联网Leonardo平台

- 2004年, Sybase收购了一线设备管理软件公司XcellNet
- 2011年, 并购Right Hemisphere, 用于产品三维可视化
- 2016年, 并购Plat.One, 用于企业物联网平台
- 2016年, 并购Fedem, 用于 (如风力涡轮机石油钻头) 数字孪生

人工智能

- 2018年, 并购Recast.AI, 用于机器学习、智能交互机器人

云计算

- 2007年, BusinessObjects收购了Cartesis, 后来转变为SAP EPM (性能管理)

大数据处理

- 2002年, Business Objects收购了Acta Technologies, 该公司创建了用于收集和整理不同系统 (包括ERP和CRM) 数据的软件
- 2005年, 并购Transact in Memory, 加强HANA内存数据库研发
- **2010年, 并购Sybase, 58亿美金, 强化HANA大数据平台研发**
- 2016年, 并购Altiscale, Altiscale的BDaaS平台基于Hadoop和 Spark, 使SAP能够利用跨技术, 数据平台和应用程序的大数据

数据挖掘与分析

- 2000年, Business Objects并购了OLAP @ Work, 提供开发和销售在线分析处理报告工具
- 2007年, 并购OutlookSoft Corporation, 加强业务绩效管理
- 2007年, Business Objects并购了Inxight, 加强可视化、信息检索和自然语言处理模块
- 2013年, 并购KXEN, 加强数据挖掘预测分析

主数据管理

- 2004年, 并购A2i Inc, 加强SAP主数据解决方案
- 2012年, 并购Purisma, 加强主数据管理模块

数据可视化

- **2008年, 并购BusinessObjects, 68亿美金, 商业分析软件领域的领导者**
- 2016年, 并购Roambi, 加强移动可视化模块

资料来源: SAP 官网, 东兴证券研究所

除了通用业务的并购举措以外, **SAP 还积极参与细分垂直行业的业务收购**, 如环保、零售、金融、电信等行业。目前, SAP 总共可覆盖 6 大行业 31 个细分行业, 致力于为客户提供定制化专业解决方案。

图 29: SAP 主要并购行业软件厂商概览
环保行业

- 环保: 2008年, 并购Clear Standards, 提供碳排放管理软件解决方案
- 环保: 2010年, 并购Technidata, 提供环保行业解决方案

金融行业

- 银行: 2009年, Sybase并购Pay Solutions, 提供移动银行解决方案
- 保险: 2013年, 并购Camilion, 提供保险行业解决方案

电信行业

- 电信: 2009年, 并购Highdeal, 提供电信实时计费解决方案

零售行业

- 零售: 1996年, 并购Dacos, 提供零售解决方案
- 零售: 1998年, 并购OFEK Tech, 提供仓储和配送中心软件解决方案
- 零售: 2005年, 并购Triversity, 提供POS解决方案
- 零售: 2009年, 并购SAF, 提供零售、物流、制造提供订购和预测软件解决方案

旅游、票务行业

- 票务: 2013年, 并购Ticket-WEb, 提供票务解决方案
- 旅游: 2016年, 并购Hipmunk, 提供旅游行业信息搜索、智能推荐解决方案

资料来源: SAP 官网, 东兴证券研究所

SAP 作为 ERP 领域的龙头企业, 客户遍布全球各行业领先企业。截至 2019 年 6 月, SAP 在全球 180 个国家服务超过 43 万名客户, 覆盖 92% 的福布斯全球 2000 强企业, 98% 的最有价值品牌企业, 此外,

世界上 77% 的交易收入都流通于 SAP 的系统之中。

图 30：SAP 典型客户



资料来源：SAP 官网，东兴证券研究所

2.3.2 Oracle：数据库行业领军企业，通过并购重组提升 ERP 市场份额

1977 年 6 月，Larry Ellison 与 Bob Miner 和 Ed Oates 在硅谷共同创办软件开发实验室 SDL (Oracle 前身)；1979 年，公司推出第一版商用关系型数据库，美国中央情报局成为第一个客户；1982 年，公司正式更名为 Oracle；1992 年，旗舰产品 Oracle 7 面世，加入分布式事务处理功能、增强的管理功能、以及用于应用程序开发的新工具以及安全性方法；2000 年，发布面向互联网的标志性产品 Oracle 11i EBS，抢占应用产品市场，并在之后大肆收购 PeopleSoft、Siebel、BEA、NetSuite 等细分领域领先企业，完善 ERP 布局；2013 年，甲骨文发布面向云计算的数据库 Oracle 12c，而此时公司已超越 IBM，成为继 Microsoft 后全球第二大软件公司；2017 年，发布基于机器学习的全自动数据库 Oracle 18c。截至 2019 年 5 月 31 日，甲骨文共实现营业收入 2726 亿元，在全球拥有 13.7 万名雇员。

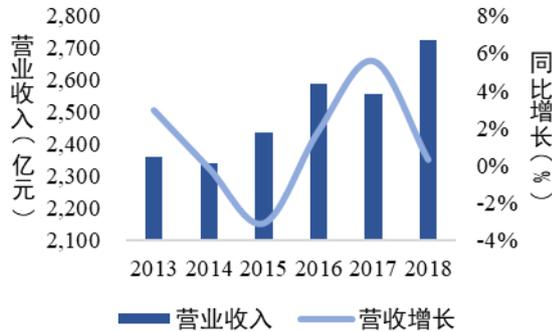
图 31：Oracle 发展历程

数据库业务		ERP业务	
1977	Larry Ellison、Bob Miner和 Ed Oates 共同创立SDL	1990	发布基于C/S架构的财务会计软件R7、R8
1979	改名RSI，推出第一版商用关系型数据库	1992	发布包含财务、制造、人力的应用软件包R9
1984	发布Oracle 4.0，推出第一个具有读一致性的数据库	1993	发布R10，进一步完善企业核心业务
1985	发布Oracle 5.0，推出第一个基于C/S架构的数据库	1998	发布R11，并实现ERP与CRM产品的高度集成
1987	开始提供基于UNIX的程序	2000	面向互联网，发布标志性产品Oracle 11i EBS
1988	发布Oracle 6.0，推出PL/SQL	2004	推出SaaS业务On Demand Business
1992	发布Oracle 7.0，加入分布式事务处理功能	2005	以103亿美元收购ERP领域领先企业PeopleSoft
1997	发布Oracle 8.0，支持面向对象的开发及多媒体应用	2006	以58亿美元收购CRM领域领先企业Siebel
1998	发布Oracle 8i，为用户提供全方位JAVA支持	2007	以33亿美元收购BI领域领先企业Hyperion
2001	发布Oracle 9i，加入RAC应用集群		发布Oracle EBS R12
2003	发布Oracle 10g，加入网络计算功能	2008	以85亿美元收购中间件领域领先企业BEA
2007	发布Oracle 11g，完善DBA管理功能	2010	以74亿美元收购微系统企业Sun
2013	发布Oracle 12c，与云端服务兼容	2016	以93亿美元收购云服务供应商NetSuite
2017	发布Oracle 18c，基于机器学习的全自动数据库		

资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

公司将业务划分为三大类: (1) 云服务和授权支持业务, 包括 license support (授权及后续维护收入) 以及 Cloud services (IaaS、PaaS 和 SaaS 的收入); (2) 硬件销售相关收入; (3) 服务收入, 包括咨询服务、高级支持服务及教育服务。2018 年公司营业收入为 2726 亿元, 同比增长 0.3%, 归母净利润为 798 亿元, 同比增长 174%。

图 32: 近年来营收持续稳定增长



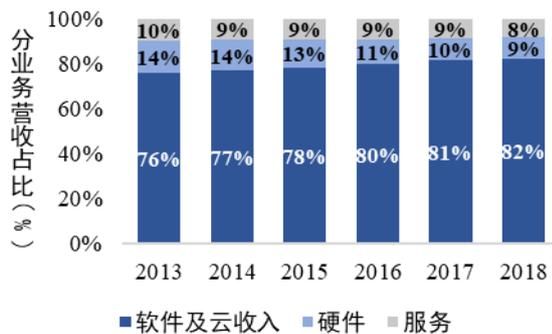
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 33: 归母净利润由负转正



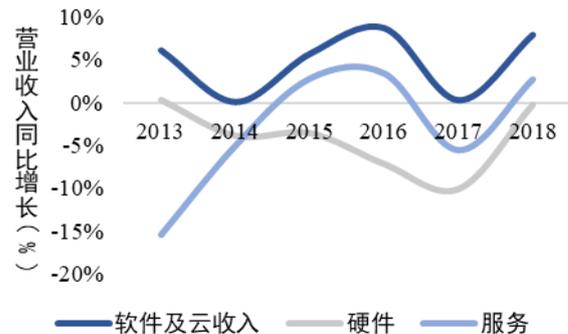
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 34: 硬件收入占比不断下跌



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 35: 硬件收入占比不断下跌

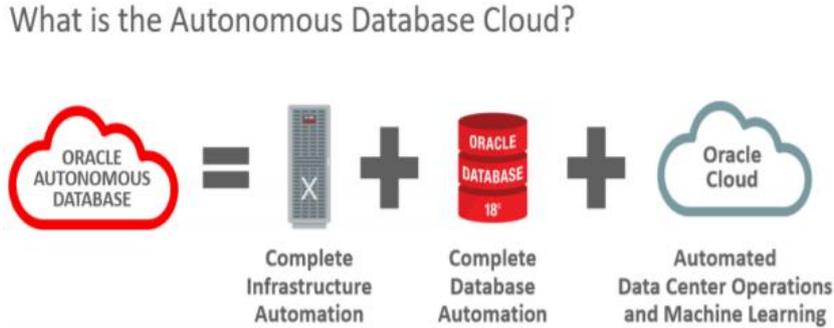


资料来源: wind, 东兴证券研究所

Oracle 具有完整的 IT 产业链部署, 在数据库和企业应用软件领域, 均占据全球领先地位。

在数据库领域, Oracle 凭借高适用性 (能在包括 Windows 在内的所有主流平台运行) 以及高稳定性 (面对海量数据的卓越处理能力), 在数据库市场上取得霸主地位, 市占率超过 30%。2017 年, Oracle 推出了全新一代基于机器学习的全自动数据库 Oracle 18c, 在产品构成方面, 通过 “专属硬件+数据库+云运营” 的一体化服务, 具有高可用性和安全性的特点。一方面, 可从任何故障中自动恢复, 保证 99.995% 的正常运行时间 (含维护在内), 另一方面, 通过自治修补和自治更新自动实施安全性管理, 无需停机或人为干预系统。

图 36：Oracle 18c 关键要素



资料来源：Oracle 官网，东兴证券研究所

在中间件领域，Oracle 在收购全球领先的应用基础结构软件公司 BEA 后，市占率一跃成为全球第二，仅次于 IBM。之后又通过不断的技术创新以及并购整合，形成了完善的中间件产品组合，如 Oracle WebLogic Application Server、Oracle Tuxedo、Oracle SOA 套件等产品。

在企业应用软件领域，Oracle 主要提供 ERP、CRM 以及 HCM 等产品服务。2005 年，SAP 通过收购人力资源管理领先企业 PeopleSoft，完善其 ERP 以及 HCM 产品线；2006 年，通过收购客户关系管理领先企业 Siebel，完善其 CRM 产品线；2016 年，通过收购成熟的云 ERP 产品 NetSuite，加快公司云化转型进程。公司未来增长点主要集中于云 ERP 业务，包括针对大型企业的 Fusion 以及针对中型企业的 NetSuite，目前，公司已拥有 6000 个 Fusion 用户以及超过 16000 个 NetSuite 用户。

图 37：Oracle 业务板块竞争格局

	Oracle	IBM	微软	SAP
行业管理软件	●			
企业管理软件	●		●	●
中间件	●	●	●	◐
数据库	●	●	●	◐
操作系统	●	●	●	
虚拟化	●	◐		
服务器	●	●		
存储	●	●	●	

资料来源：Gartner，东兴证券研究所

Oracle 在全球 175 个国家服务超过 43 万名客户，拥有 2.5 万名合作伙伴，以及超过 1.8 万项专利，其

产品覆盖了各行各业的顶级企业，《财富》100强中的98家公司都采用 Oracle 技术。

图 38：Oracle 典型客户

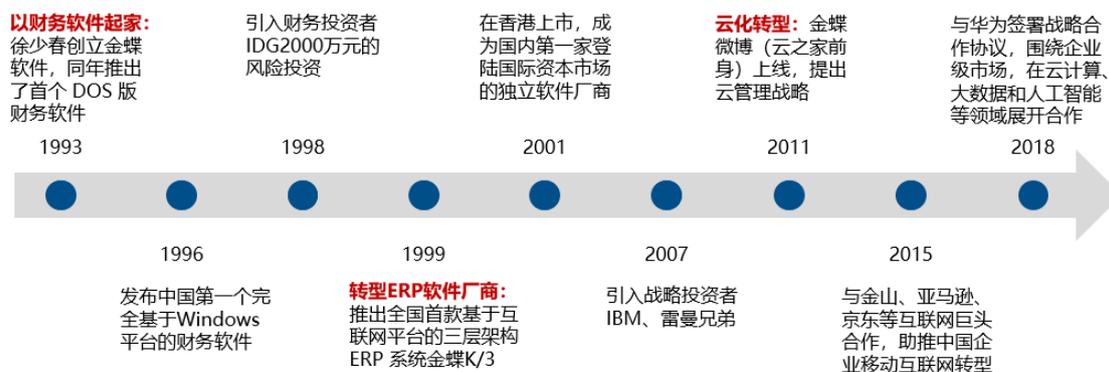


资料来源：Oracle 官网，东兴证券研究所

2.3.3 金蝶：积极推进云转型，逐步成为以云为核心的 ERP 企业

1993 年，金蝶国际成立于深圳，自成立以来，公司总共历经三个发展阶段：（1）1993 到 1999 年是财务软件时代。公司以财务软件起家，在设立同年便推出了 DOS 版财务软件，三年后，又推出了国内首个基于 Windows 平台的财务软件，极大地推动了国内财务软件向 Windows 迅速转移；（2）1999 到 2011 年是 ERP 软件时代。公司于 1999 年推出了全国首款基于互联网平台的三层架构 ERP 系统金蝶 K/3，打破了 ERP 市场被国外厂商垄断的局面，2001 年，金蝶从 TCL 手中收购开思，进一步深化 ERP 转型进程；（3）2011 年至今是企业互联网云时代。2011 年，“金蝶微博”（今“云之家”前身）诞生，同年金蝶提出：以移动互联网、社交网络、云计算等新兴技术为依托的“云管理”战略。之后又陆续推出金蝶云苍穹、云星空等企业级云原生平台，助力国内企业云化转型。

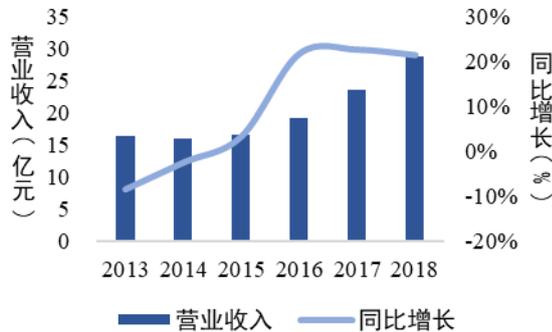
图 39：金蝶发展历程



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

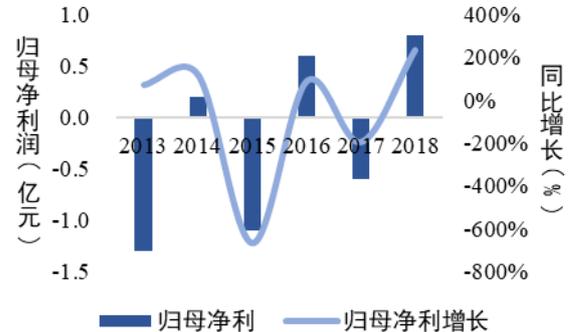
2018 年，金蝶实现营业收入 29 亿元，同比增长 22%，主要是由于云服务显著增长所致，归母净利润为 0.8 亿元，由负转正。从收入结构看，传统软件仍是公司支柱业务，占比接近 70%，而云服务占比首次超过 30%，未来仍会保持持续增长态势。

图 40：连续三年营收增长超过 20%



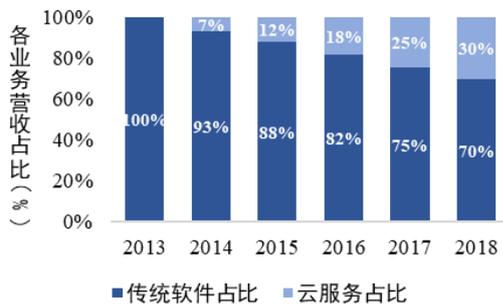
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 41：归母净利润由负转正



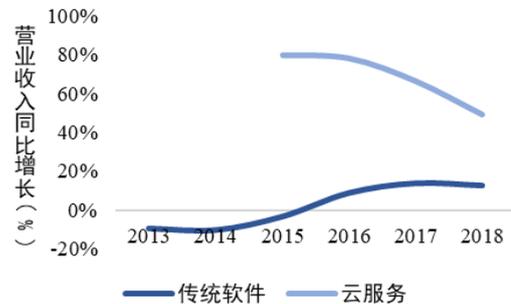
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 42：云服务占比不断增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 43：云服务保持高增长，传统软件业务有所回暖



资料来源：Wind，东兴证券研究所

就传统软件业务，金蝶主要推出三款产品：针对大型企业的 EAS，针对中型企业的 K/3，以及针对小微企业的 KIS。

2018 年，EAS 业务保持稳定增长，销售收入同比增长 19.3%，成功签约青山控股、中石油国际、三一集团等行业标杆客户；KIS 业务收入维稳，同比增长 5.7%，为满足小微企业上云低投入、简单易用、免维护、数据安全等核心需求，KIS 业务逐渐开启产品云化探索，以增加软件使用的便捷性。

就云服务业务，金蝶主要推出五款产品：针对大型企业的云苍穹、针对中型企业的云星空、针对小微企业的精斗云、智能协同办公云之家以及电商云 ERP 管易云。

金蝶云苍穹：2018 年，金蝶推出国内首款基于云原生架构的企业级服务云平台——金蝶云苍穹，其采用了微服务、容器、分布式技术，独创 KDDM 云端动态领域模型，支持云端个性化定制，截至 18 年底，云苍穹签约金额已突破 3980 万元，签约客户华为、建发、中石油国际、西王、温氏集团等大集团企业。

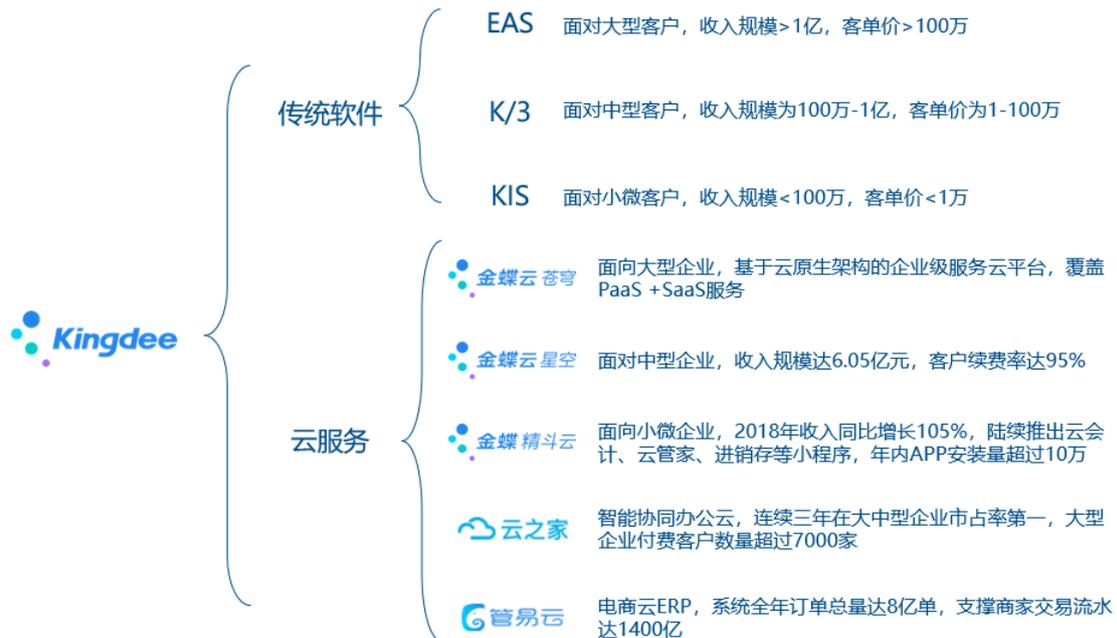
金蝶云星空：目前，金蝶云星空收入规模已达到 6.05 亿元，同比增长 53.8%，累计客户达到 9500，客户续约率保持 95% 的较高水平，同时，金蝶星空云与亚马逊 AWS，华为云、京东云等 IaaS 厂商持续建立了深度的生态合作关系，年内签约三星、大族激光、网易等知名企业。

金蝶精斗云：2018年，金蝶精斗云业绩猛增，增速达104.9%。基于客户需求，金蝶精斗云采用多样化产品策略，陆续推出云会计、云管家、进销存等微信小程序，APP年内安装量达到十万以上，每月有超过3.6万家企业使用APP新业务，陆续与阿里巴巴、中国移动、中国银联等企业建立战略合作关系。

金蝶管易云：系统全年订单总量达8亿单，同比增长27.5%；支撑商家交易流水达1400亿，同比增长19.2%。管易云为富士康、中国能建、伊利、米其林等知名企业提供电商云服务，并为浪莎、欧普照明、贝因美、东阿阿胶等电商龙头企业提供智能电商和仓储解决方案。

金蝶云之家：云之家大型企业付费客户已超过7000家，报告期内签约了安踏、温室股份、立白集团等大型企事业单位客户。根据IDC报告，云之家连续三年在大中型企业中市占率第一，未来，云之家将与金蝶云苍穹平台进行深度融合，持续深耕大型企业市场。

图 44：金蝶国际主要产品



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

金蝶作为国内ERP领先企业，在云化转型进程中具有先发优势。根据IDC报告，金蝶连续14年稳居成长型企业应用软件市场占有率第一、连续2年在企业级SaaS云服务市场占有率排名第一。公司早在2012年便推出针对成长型企业的云ERP K/3 Cloud，远远领先国内竞争同业，预计至2019年，金蝶营业收入中云服务占比将超过50%，2020年将超过60%，从而真正实现公司以云为核心的目标。

3. 传统软件业务：国产替代刺激高端需求，并购业务完善产业布局

3.1 多层次产品线满足多样化需求，国产替代助力公司在高端市场持续发力

传统软件方面，针对不同的客户群体，公司采取了多层次的产品策略。

面对大型企业主要推出了 NC 以及 U9 产品线，由母公司直接管理，采用直销模式，提供定制化服务。其中 NC 产品线主要针对集团型企业，U9 产品线基于 SOA 架构，主要针对离散型大型制造企业，聚焦机械、电子、整车汽配、家具等行业。目前用友与国内 60% 的 500 强企业建立合作关系，在智能制造领域积极推动工业企业数字化转型，2018 年成功签约了鞍钢集团、鲁西化工等大型集团客户。

面对中型企业主要推出 U8+ 系列，这是目前国内应用最广、用户最多的管理软件之一。自 2015 年以来，为了降本增效，将 U8+ 系列整体划分给子公司用友优普，采用全分销的销售模式。U8+ 遍布 50 多个亚太国家和地区，其解决方案可使实施周期降低 16%。

面对小型企业，主要由子公司畅捷通推出 T 系列产品。针对传统工厂，依照其营运规模推出了 T1、T3 以及 T6 产品线，对于电商等新型商贸，也针对性推出了基于 B/S 架构的 T+ 产品线，便于异地使用。畅捷通率先推出的业内首个“客户服务保障计划”，为小微企业售后服务提供信息化保障，目前已拥有 150 万用户，2000 多家渠道合作伙伴、160 多家授权服务机构遍布全国各地。

表 4：用友 ERP 产品线

企业类型	产品型号	产品架构	主体功能	销售模式	目标售价	客户形态	典型客户
大型企业	NC 系列	B/S	集团集中财务、资产、HR 管理，集团内控和协同管理	软件许可、产品支持与运维服务、咨询实施服务、客户化开发等	>100 万	集团型企业及其分子公司、跨行业、跨地区经营的企业	壳牌、南方航空、欧莱雅、TCL
	U9	SOA	按服务组装和按需部署模块			多公司、多分销点、多制造厂的企业	中国电科、国机重工、新东机械、赛象科技
中型企业	U8+	C/S	在 T6 基础上增加分销、零售、复杂生产制造、HR、OA、客户关系管理、集团管理等模块	标准化产品及解决方案，分销，收入来源包括标准产品许可、产品支持与运维服务收入	10 万 -100 万	中大型工厂、商贸企业	西部石油、远大空调、一心药业
小微企业	T6 系列	C/S	在 T3 基础上增加生产管理模块	标准化产品，不涉及解决方案，分销，收入来源包括标准产品许可、产品支持与运维服务收入	3-10 万	中型工厂	永康商贸、三金电子、嘉福地产
	T+ 系列	B/S	在 T3 基础上增加分销、零售模块		1-5 万	小型商贸（批发、零售连锁、电商）、小型工厂	
	T3 系列	C/S	在 T1 基础上增加财务管理模块		<1 万	小型工厂	
	T1 系列	C/S	基本进销存、简单财务和生产		<1 万	微型商贸，微型工厂	

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

在贸易摩擦，国产替代的大背景下，公司凭借产品优势和多年的大客户经验，未来在高端市场将持续发力。

一方面，用友 NC 系列自发布以来，经过十多年的产品优化迭代，已具备业内领先的产品优势。在底层技术上，NC6 基于云计算、大数据、移动互联网、人工智能等关键技术，可帮助用户实现 C2B（客户导向）、E2M（员工能动）、DDE（数据驱动）、RTE（实时运营）等商业创新；在行业和领域覆盖上，NC6 拥有 15 个大行业，68 个细分行业，提供涵盖财务、供应链、制造、营销、人力资本等 7 大领域，23 个细分领域的实践经验。

另一方面，高端 ERP 领域内，用友具备深厚的客户基础，华为团队考察或掀起国产替代浪潮。截至 2017 年，用友市占率（14%）在国内厂商中位居第一，远超过金蝶（6%）、神州数码（5%），目前该产品线已为 8000+ 集团客户提供服务，具有深厚的用户基础。2019 年 6 月，华为 ERP 前往用友软件园考察。此前，华为与用友曾在多项产品上合作，如用友营销云、协同云、税务云以及 U8 Cloud，此次考察或意味着双方将在更多领域深化合作，甚至不排除华为内部 ERP 替代的可能性。

图 45：用友 NC6 客户覆盖行业广泛



资料来源：用友官网，东兴证券研究所

3.2 并购之路，打造 ERP 全产业链

随着商业竞争环境的加剧，企业对各个模块应用的精确程度都有了巨大的提升，但是也大量存在信息孤岛的现象。例如商机和客户信息存在于 CRM 系统中，但如果生产订单要用到客户信息的时候，还需要重复录入，造成了客户信息不共享；HR 软件往往需要从 ERP、CRM 等业务系统中提取相关数据，而不同厂商之间的整合做得不够流畅，从而造成商务管理流程不能完整而连贯地实现。

根据计世资讯报告，国内企业管理信息化应用，正朝向行业化细分和全面应用两大维度发展。针对这种大趋势，用友针对性地制定了自己的并购战略。用友的三大收购方向：（1）行业性补充收购；（2）跨领域收购；（3）针对竞争对手的并购整合。

一方面，通过用友通过并购 CRM、PLM、BI 等领域以及财政、汽车应用软件等行业龙头公司，能在短时间提升在细分领域的竞争力，根据赛迪顾问《2017-2018 年中国企业级应用软件市场研究年度报告》，

截至 2017 年，用友在财务、ERP、CRM、企业资产管理软件四大细分领域市场占有率均为第一；另一方面，在业务并购后再基于相同的应用平台进行有效的融合，能公司补充与强化自身主营业务，形成整合的竞争优势，并最终为客户提供一体化的全面信息化解决方案。

图 46：用友网络大型并购事件

	公司主营	并购目的
2008.10 特博深信息科技	<ul style="list-style-type: none"> • CRM（客户关系管理）产品研发、咨询和服务 	<ul style="list-style-type: none"> • 拓展CRM业务
2008.10 方正春元	<ul style="list-style-type: none"> • 政府资源规划软件（GRP）的研究、开发、销售和服务 	<ul style="list-style-type: none"> • 完善财政应用软件解决方案
2009.05 重庆迈特科技	<ul style="list-style-type: none"> • 产品数据管理软件（PDM）和协同产品商务软件（CPC）的研究、开发、销售和服务 	<ul style="list-style-type: none"> • 拓展PLM业务
2009.07 用友致远	<ul style="list-style-type: none"> • 专业协同管理软件厂商和航空解决方案提供商 	<ul style="list-style-type: none"> • 拓展OA业务
2010.01 广州尚南科技	<ul style="list-style-type: none"> • 商业智能软件供应商 	<ul style="list-style-type: none"> • 拓展BI业务
2010.06 上海英孚思为	<ul style="list-style-type: none"> • 汽车行业应用软件和解决方案的设计、研发及实施 	<ul style="list-style-type: none"> • 完善汽车行业解决方案

资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

ERP 和 PLM 两类工业软件，都体现了流程管理思想，而且都是借助信息技术手段实现的。ERP 软件关注的实物资产和材料的流动。企业级 ERP 解决方案可覆盖并连接所有重要的营运职能部门，打破“自动化孤岛”，从而满足了市场上的重大需求。这种关联使制造商能够集成制造和供应链流程，以减少延误和提高效率。PLM 软件关注的是企业在战略上更为重要的无形资产，提高研发团队协作效率，缩短产品研发周期，提高产品附加值，降低生产成本，增加企业竞争力。

在 PLM 领域，用友通过并购重庆迈特科技，形成具备自身特色的 PLM 业务。用友 PLM 产品生命周期管理解决方案在企业应用价值可以概括为以下四个方面：（1）实现产品开发过程的规范化，缩短产品开发周期。规范研发产品开发流程，约束关键活动任务，组织好项目成果交付，实时监控项目开发过程关键里程碑，追踪原因，合理协调资源；（2）控制产品开发过程，保证产品研发质量。建立企业知识和经验库，共享产品研发经验，预防产品研发质量错误，实时验证项目开发过程成果正确性，做到事中管控，减少后续错误的发生，建立产品问题跟踪机制，实现缺陷管理；（3）实现产品数据标准化，控制产品成本。实现零部件的统一管理，规范零部件设计，实现通用件系列化，提高零部件的重用率，控制其引用，减少物料种类，减少库存积压；（4）实现产品数据一体化，为生产及时、准确提供所需数据。通过数字化完整的产品结构，提高产品设计效率，保证产品数据的准确性；保证设计与生产数据的统一，实现设计与生产数据的一体化互通，为生产及时提供准确的生产所需数据。凭借在 PLM 领域多年的积淀，用友在传统制造行业实施了如：中国龙工控股、天津赛象、泰尔重工、山西大运汽车、杭州海兴电力等大批成功应用，积累了丰富的经验。

图 47：用友 PLM 产品框架



资料来源：用友官网，东兴证券研究所

4. 云服务业务：拳头产品抢占 SaaS 市场，iUAP 赋能生态建设

4.1 云 ERP 拳头产品接连上架，后发制人抢占 SaaS 市场

从整体云化到全面公有云化，U8 Cloud 以技术优势打开 SaaS 中端市场。

2017 年 7 月，用友推出市场上首款完全云化的 ERP 产品——U8 Cloud，主要聚焦成长型、创新型企业，相较于同样受众竞品，U8 Cloud 最大的创新点在于实现了整体云化，其内核依旧是业务财务一体化，对外则通过 Open API 开放平台连接用友云协同与人力服务、营销服务、财务服务、采购服务、金融服务、工业物联网等云服务，以及来自第三方伙伴的云服务。基于此项产品优化，U8 Cloud 一经推出便迅速攻城略地，客户反响极佳。2018 年 U8 Cloud 客户续约率为 82.04%，高于用友大中企业云业务平均续约率（63.25%），随着该产品线业务稳步开展，后续还有一定增量空间。

2019 年 8 月，用友将推出基于 Serverless 云架构的 U8 Cloud 3.0，其在保持 Open API 的开放能力之外，重点支持动态建模、智能化和自动化，同时将采购、销售、制造、协同等服务完全一体化打通，实现全面公有云化，有利于商业伙伴的行业化模块以及企业自身个性化模块搭建。

图 48：U8 产品架构



资料来源：用友官网，东兴证券研究所

混合云架构紧跟行业发展趋势，自主可控或引发国产替代浪潮。用友于 2019 年推出了面向大型企业的 SaaS 产品的 NC Cloud，NC Cloud 有以下三点核心竞争力：（1）基于混合云架构开发，符合行业发展趋势。混合云架构兼顾了公有云和私有云的优势，在开放地拥抱云计算，部署互联网化应用并提供最佳性能的同时也保障了私有云本地数据中心所具备的安全性和可靠性，从而支持遗留的关键业务应用。IDC 预测，未来混合云将占据整个云市场份额的 67%；（2）NC Cloud 将全栈支持华为云部署，实现安全自主可控，并且通过对其云数据库进行深度集成，达到对 Oracle 数据库的全面兼容；（3）覆盖多种行业和场景，有利于满足企业个性化需求。NC Cloud 提供人力资源、数字营销、共享财务、财资管理、供应链、企业绩效、资产项目、智能制造等针对企业内部的经营管理服务，融合用友云采购、营销、协同、财务、税务和人力等云服务以及生态伙伴的服务，总共覆盖十四大行业，以及十八大企业数字化场景解决方案。

表 5：NC Cloud 现有签约客户

签约时间	行业	企业	项目介绍
2019/4/23	房地产	沿海集团	通过对供应链管理、投融资管理、人力资源管理等系统的构建，实现财务业务一体化、账表一体化
2019/4/24	交通运输	黑龙江交投	实现六大目标：（1）强化分子公司管理、构建集团管控体系；（2）对标全国同行、实现规模效益；（3）实现“融、投、建、管、营”一体化；（4）应对点多面广、布局分散的高效协同；（5）深化改革、管理创新，从而对标央企；（6）优化选人用人体质
2019/4/25	制造业	浙江明日控股	构建智能化产业链服务平台：（1）搭建以数据和应用为核心的信息化架构，打造全流程和场景的智能化，提升内部效率；（2）打通内外部数据，实现与合作伙伴的数据协同和协作，推动商业模式创新；（3）以数据为核心构建智能化的产业链服务平台。最终实现经营管理，以数据驱动创造价值
2019/5/11	食品	龙大肉食	实现六大目标：（1）数据统一规范，夯实管理基础；（2）消除信息孤岛，实现业务闭环；（3）落实管理决策，保障制度执行；（4）统一人员管理，人才提升平台；（5）业财一体联动，核算管控转变；（6）数据挖掘分析，支持战略决策
2019/5/13	农业	农投集团	实现两大目标：（1）推动企业财务管理信息化落地；（2）加快推进大数据与农业产业的深度融合

签约时间	行业	企业	项目介绍
2019/5/16	制造业	攀枝花钢城集团	实现统一核算、优化工作流程、提高软件利用效率
2019/5/22	消费品	百大集团	财务数字化转型：实现资金集中管理、提高集团监控力度、实现资金收益最大化
2019/6/18	制造业	华新丽华	革新企业 IT 架构，引入混合云架构，基于云平台和移动互联网的基础，助力企业迈向工业 4.0
2019/7/3	环保	首创股份	财务数字化转型：（1）通过集中核算、分级管控等关键应用的实现，提升自动化程度、以提高财务效率；（2）通过实现资金管理、财务共享和大数据分析等应用，支持企业未来 5-10 年的战略发展

资料来源：用友云公众号、东兴证券研究所

4.2 Salesforce 引领平台化建设，生态圈打造助力云端持续发力

Gartner 将 PaaS 平台分为两类，高效能 PaaS 和高控制 PaaS。

高效能 PaaS 是仅提供应用的部署和运行平台，其内嵌各种标准化的设计模式、模板和插件，可大幅节约应用开发时间，但其对底层资源的调度能力较弱，这也导致了各个 ISV 所提供的 APP 与平台的接入程度较浅，APP 之间兼容性很差，信息流、财务流之间不能打通，如需实现则意味着大量的开发工作，ISV 和平台是合作关系，并无依托关系，双方的目的明确：销售量的提升和平台功能的完善

高控制 PaaS 平台为开发者提供了一整套的开发工具和底层，APP 是依托于平台开发的，所以 APP 和平台的接入程度很深，且依赖性很强。国外比较典型的高控制 PaaS 平台商如 Salesforce，典型的 ISV 开发者 Veeva 是基于 Salesforce 开发了针对医疗行业的 CRM 系统，且有着较为不错的销售额。由于平台的高控制属性，开发者 veeva 对于 Salesforce 的依赖性很高，基本被锁定在 salesforce，但可以实现各个 APP 之间的信息流打通。目前国内 SaaS 厂商所推出的 PaaS 平台多为高效能 PaaS 平台，如用友 IUAP 与金蝶云苍穹。

Salesforce 从 SaaS 软件商到高效能 PaaS 再逐步走向高控制 PaaS 平台提供者的典范。Salesforce 以 CRM 管理软件起家，并逐渐向产业链上游渗透，打造自身 PAAS 平台。公司在 2005 年推出 AppExchange，旨在搭建客户和 ISV 的平台，为后期业务拓展打下基础；2007 年，推出高效能 PaaS 平台 Force.com，其允许第三方在 Salesforce 的架构上部署应用，便于 SAAS 产品的定制和效能提升；2010 年，收购高控制 PAAS 平台 Heroku，为开发者构建云应用程序平台，进一步加强对大型企业的渗透。

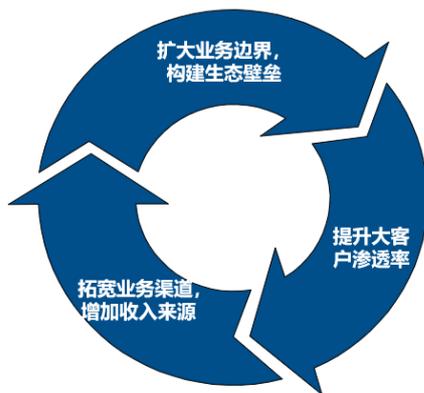
图 49：Salesforce PaaS 平台建设之路

	AppExchange	Force.com	Heroku
推出时间	2005	2007	2010 (收购)
基本功能	Salesforce 的企业 APP 市场，旨在搭建客户和 ISV 的平台，为后期业务拓展打下基础	高效能 PaaS 平台，最初目的在于方便自身 SaaS 产品的定制和性能的提升，后来逐渐允许开发商调用客户数据，吸引 ISV 开发新的模块，丰富核心 SaaS 产品功能	高控制 PaaS 平台，为开发人员构建的云应用程序平台，在 AWS 上面运行。开发人员可以自己选择开源语言进行编程。其中，Heroku Enterprise 是面向大型企业的产品。
付费方式	渠道费用 15% - 25% 之间	300 美元/年/用户，更多功能 1200 美元/年/用户	4.8 万美元/年/企业以上

资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

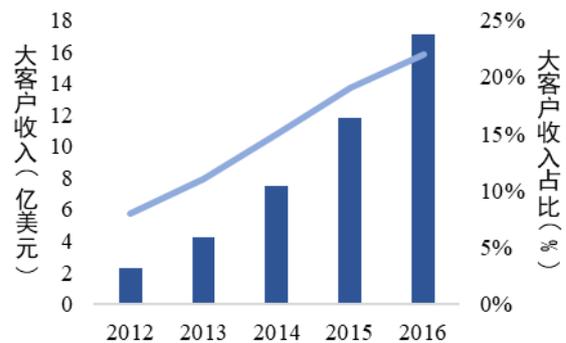
通过构建自身的 PaaS 平台，Salesforce 可获得三方面持续竞争优势：（1）平台效应扩大企业业务边界，构建生态壁垒。通过集成 ISV SaaS 模块，可直接节省企业内部研发定制费用以及销售渠道费用，如人力和财务 SaaS 上市公司 Workday 就是在 AppExchange 上提供产品，并实现了与 Salesforce 产品的集成。随着 PaaS 平台的不断发展，其平台效应逐步显现，可吸引其他大型 SaaS 厂商加入生态；（2）通过提供灵活开发和深度定制服务，提升大型客户渗透率。大型客户对 ERP 系统往往有差异化定制需求，在 PaaS 平台的支持下，一方面，可通过 ISV 解决部分问题，另一方面，平台所赋予可编程元素能提升开发效率，快速响应客户需求。自收购 Heroku 以后，公司于 2011 年起采取大客户策略，自此以后大客户营收占比和 ARPU 不断增长。（3）拓宽业务渠道增加收入来源。2018 年，Salesforce 实现总营收 132.8 亿美元，PaaS 平台所带来的收入占公司云业务收入约 20%，未来将持续增厚业绩。

图 50：PaaS 平台搭建有助于企业获得持续竞争优势



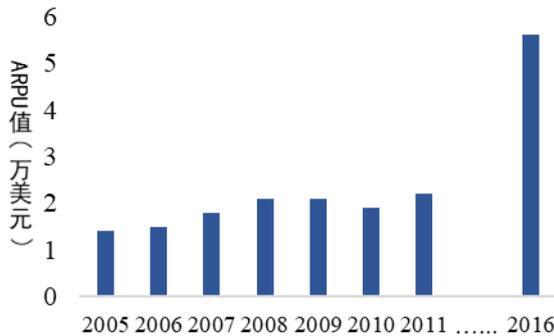
资料来源：东兴证券研究所

图 51：PaaS 平台搭建后大客户收入逐年增长



资料来源：Salesforce 年报，东兴证券研究所

图 52: ARPU 值显著提升



资料来源: Salesforce 年报, 东兴证券研究所

图 53: PaaS 平台占云业务收入比重逐年增长



资料来源: Salesforce 年报, 东兴证券研究所

PaaS 平台的搭建是用友云业务转型的底层支撑和突破点。一方面, iUAP 平台从技术层面有利于企业高效开发个性化应用, 有利于其搭建自身云平台, 并进而利用平台粘性向 SaaS 层引流; 另一方面, 以 iUAP 平台为核心, 发布鲲鹏计划推进 API 生态圈构建, 未来可能成为业绩爆发突破点。

iUAP 双核平台=UAP+iEOP, 是在原 UAP (统一应用平台) 的基础上, 通过结合云计算、移动、大数据、社交等技术, 增加了面向互联网架构与服务的企业互联网运营平台 iEOP, 不仅可以将企业内部的运营管理数据与已有的互联网应用连接起来, 而且企业可以依据双核平台开发全新的企业内部或基于互联网的全新应用, 并进行无缝衔接, 以此帮助更多的企业实现互联网化转型, 完成自身的云平台建设。

iUAP 主要有两大核心竞争力: (1) 通过提升企业级应用开发效率逐步提升大企业渗透率。iUAP 采用了分布式架构, 支持微服务、容器服务、DevOps 等为代表的云原生基础架构, 开放各类企业级应用服务, 支持 AR/VR/MR、大数据、人工智能、区块链等技术在企业级场景的深入应用, 支持客户、行业及领域级的云扩展架构, 适配多种 IaaS, 支持混合云及应用级的运维。企业应用开发者可以高效开发、发布并交付各类企业应用服务; (2) 助力用友搭建 API 生态圈, 并最终形成生态壁垒。基于 iUAP 云平台, 用友的用户、产业伙伴和开发者都可以获得应用发布、引流推广、方案增值、运营分析、交易结算、服务支撑, 从而更好地构建和运营互联网服务, 同时, 开发平台将免费分享给认证的伙伴, 降低其前期投入的成本。

图 54: iUAP 基础架构



资料来源: 用友官网, 东兴证券研究所

图 55: iUAP3.0 平台架构



资料来源: 用友官网, 东兴证券研究所

自 2018 年起，用友推出鲲鹏计划，从商业伙伴到生态伙伴的转变凸显了云业务大生态圈构建的决心。过去用友的商业伙伴往往局限于渠道分销、咨询实施等产业链下游的合作伙伴，在“鲲鹏计划”后，用友的合作伙伴还囊括了更多注重融合发展的云市场伙伴、云开发伙伴以及战略伙伴。鲲鹏计划的最终目的，是围绕用友云平台 and 用友核心云业务，叠加生态伙伴的服务，呈现大中型企业典型应用场景全景视图，并最终满足企业应用及服务的一站式购买。

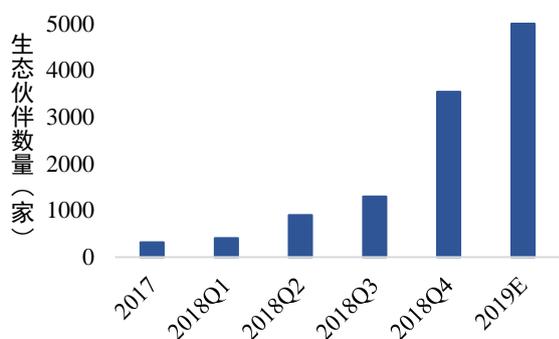
表 6：五大商业伙伴共助用友生态建设

伙伴种类	伙伴介绍	典型合作模式
渠道分销伙伴	传统软件、云服务产品经销授权商	伙伴帮助用友进行渠道建设，用友给伙伴提供增值服务与行业解决方案
咨询实施伙伴	咨询、实施、服务、运营、培训等	通过相关的顾问体系、业务支持体系、项目体系、分包项目体系与伙伴实现业务分成、收益
云平台开发伙伴	API 伙伴、培训伙伴、技术伙伴、咨询伙伴	基于云平台开发相应的应用，并享受用友提供的众多支持，比如开发社区、商机共享、联合推广、营销工具、云市场入驻
云市场伙伴	进行产品融合、品牌融合的其他厂商	与微赞直播品牌融合形成云直播；与 e 签宝和博晨在电子签章领域形成产品融合，推出云合同
战略伙伴	在业内具有强大市场影响力及营销能力的厂商，与用友云技术，资源高度互补，共享竞争优势和利益	与华为云联合发布了营销云、协同云、税务云、U8 Cloud 四大通用企业服务；与百度云签署战略合作协议，基于云计算、大数据和人工智能 AI 领域进行深度合作

资料来源：公司公开资料整理，东兴证券研究所

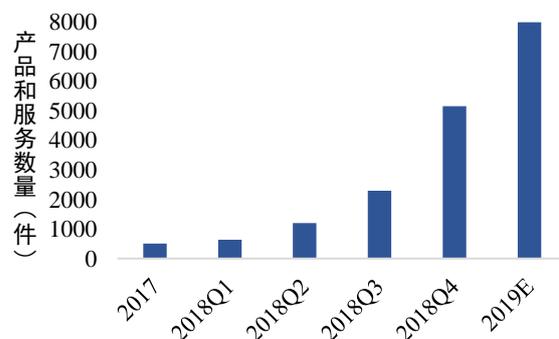
据最新年报数据显示，用友云市场商城生态入驻伙伴数量已突破 3000 家，上架生态产品及服务突破 4500 款；云市场协同云平台发布/上市 45 款云融合型产品，覆盖数字营销、数字制造、数字财务、数字人力、数字办公、数据智能、平台基础服务等七大领域。用友计划在 2019 年达成入驻伙伴 5000 以上，入驻产品和服务 8000 以上的目标，预计未来将持续加大 API 生态构建投入力度，以培育商业伙伴行业标准化融合性产品供给能力。

图 56：生态伙伴数量大幅增长



资料来源：用友季报，网络公开资料整理，东兴证券研究所

图 57：生态产品和服务数量大幅增长



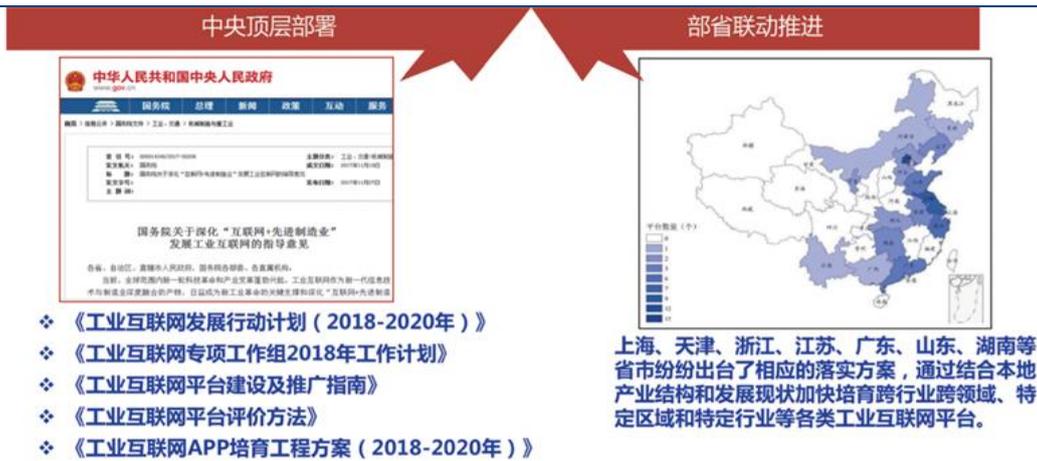
资料来源：用友季报，网络公开资料整理，东兴证券研究所

4.3 精智工业互联网平台赋能云时代工业企业转型发展

国家和地方政策引导效应快速显现，工业互联网平台建设进程不断推进。2018 年，我国工业互联网相关政策密集出台，发展环境持续优化。为深入贯彻落实国务院《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业

互联网的指导意见》，工信部发布了多项工业互联网有关促进政策，如《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》、《工业互联网APP培育工程方案（2018-2020年）》，上海、天津、浙江、江苏、广东、山东、湖南等省市也纷纷出台了相应的落实方案，通过结合本地产业结构和发展现状，加快培育跨行业跨领域、特定区域和特定行业的各类工业互联网平台。伴随着工业互联网政策的落地实施，国家和地方的行业政策和财政支持有望加速工业互联网平台建设，对工业互联网发展的支撑引领作用进一步强化，政策的引导效应将进一步显现，中央部署、地方推进、企业响应的工业互联网全方位发展的良好格局将基本形成。

图 58：“中央顶层部署+部省联动推进”带动工业互联网平台快速落地



资料来源：赛迪智库，东兴证券研究所

平台层是工业互联网整体解决方案的核心，起到承上启下的作用。工业互联网自下而上包括四层：第一层边缘层是基础。数据会在边缘层被大范围、深层次的数据采集，通过对异构数据的进行协议转换与边缘处理，降低网络传输负载和云端计算压力；第二层IaaS层为整个平台提供计算、存储等底层云技术支持；第三层平台层是核心。平台层主要基于通用PaaS叠加大数据处理、工业数据分析、工业微服务等创新功能，构建可扩展的开放式云操作系统；第四层应用层是关键。通过打造不同行业和场景下的SaaS，形成工业互联网的最终价值。

图 59：工业互联网平台功能架构图



资料来源：工业互联网平台白皮书，东兴证券研究所

在工业互联网平台行业中，工业企业与第三方 IT 企业凭借各自竞争优势分庭抗礼。我国工业互联网平台主要有四类参与厂商，制造和自动化企业依靠其深厚的行业经验、供应链和业务流程经验，在践行自身平台化转型的过程中，逐渐孵化出专业的工业互联网平台公司，建设运营平台，以提升第三方平台服务能力，但同业竞争者可能出于隔离风险考虑，会更倾向于独立的第三方 IT 企业，如信息技术企业在应用开发、整合集成，互联网企业在数据存储、数据分析等方面都有各自的优势。

表 7：国内工业互联网平台参与企业

企业类型	企业代表	参与方式
制造企业	航天科工、三一重工、海尔、美的	从自身核心产品能力出发构建平台，凭借工业设备与经验积累，依托工业互联网平台创新服务模式
自动化企业	华龙迅达、中控、明匠	将数字化转型经验转化为服务能力，构建工业互联网平台
信息技术企业	东方国信、用友、金蝶、索为	基于长期服务行业的经验，从传统系统解决方案服务商向平台解决方案服务商转型
互联网企业	阿里、腾讯	从互联网企业积极向工业领域拓展，推出或合作共建工业互联网平台

资料来源：工业互联网平台创新发展白皮书，东兴证券研究所

图 60：我国主要工业互联网平台能力图谱

平台能力		设备连接	设备管理	数据存储/处理	数据高级分析	软件应用管理	平台应用开发	整合集成	安全
行业、平台企业、平台名称									
制造 (孵化)	树根互联	根云							
	美的	M.IoT							
	富士康	BEACON							
	徐工信息	Xrea							
	华为	FusionPlant							
	石化盈科	ProMACE							
	海尔	COSMOPlat							
	宝信	宝信							
	航天云网	INDICS							
自动化	华龙讯达	木犀云							
	中控	supOS							
	明匠	明匠云							
信息 技术 服务	兰光	LONGO-IIOT							
	浪潮	浪潮							
	紫光云引擎	UNIPower							
	元工国际	元工							
	东方国信	Cloudiip							
	奇云	NeuSeer							
	用友	精智							
互联网	阿里云	supET							

资料来源：工业互联网平台创新发展白皮书，东兴证券研究所

2018 年国内工业互联网市场规模已达到 5318 亿元，工业互联网作为两化深度融合的突破口和工业创新发展的重要切入点，随着政府政策逐渐落地，相关技术不断成熟，市场空间有望加速增长。

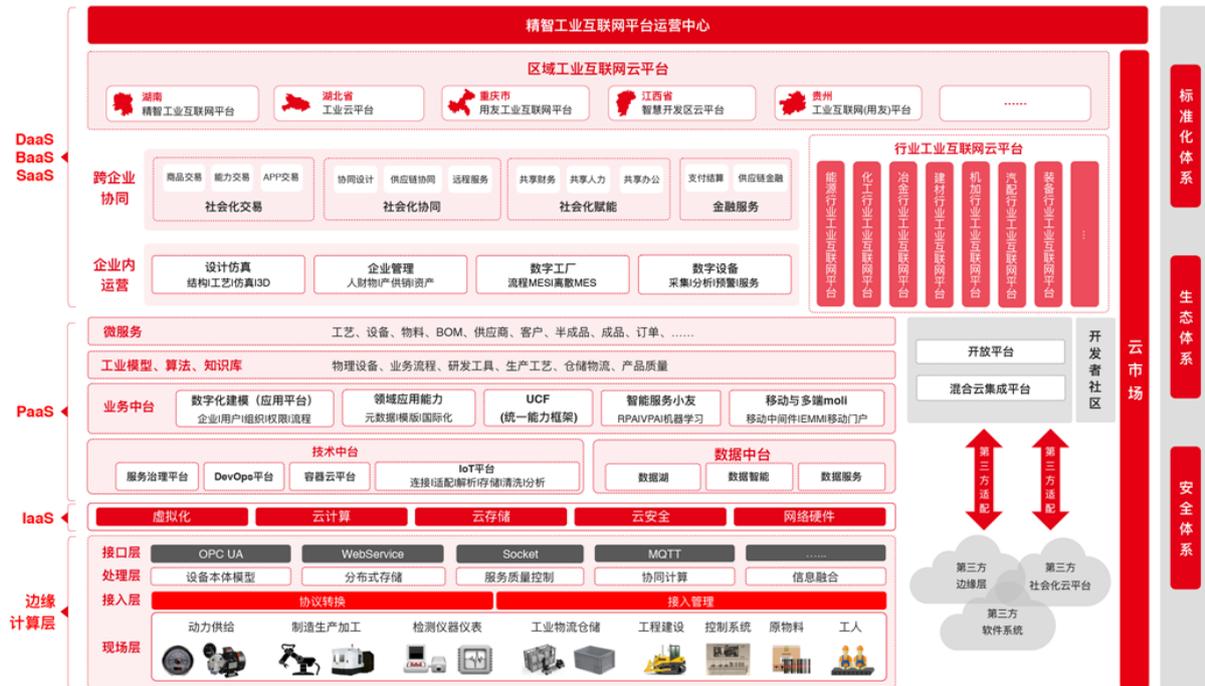
图 61：工业互联网市场规模保持稳步增长



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

用友精智平台以 iUAP 为基础，构建了以工业 APP、工业大数据为核心的工业智能云服务平台，赋能云时代工业企业转型发展。用友精智能够链接海量设备、承载大数据、搭载海量工业 APP，同时提供安全与接入规范，其整体架构包括了设备层、IaaS 层、PaaS 层、SaaS 层，以及云接入规范、安全规范、生态服务等内容。

图 62：用友精智互联网产品架构



资料来源：用友官网，东兴证券研究所

相较于其他工业互联网平台，用友主要有以下几点核心优势：（1）**存量客户带来高转化率**。用友具备大量客户基础，规模化推广与服务能力强。用友过去服务的客户群中，有半数以上是工业企业，可以直接向工业互联网平台业务转化；（2）**平台基础减小技术壁垒**。精智平台基于用友 iUAP 搭建，用友云从 2011 年开始研发建设，已经积累了大量的技术经验，降低了云计算、大数据、AI 等新兴技术的使用难度，并经过了规模客户的使用验证；（3）**平台具有强大的数据分析能力**。联合自动化行业生态伙伴共同建设了具有广泛适配性的工业物联网平台，实现了设备数据、业务系统（ERP、MES 等）和社会化数据之间的大数据融合分析。目前，平台支撑 54 类设备接入和实时监控，云集成服务调用次数达到 1000 万/天级别，支持百万级用户并发，同时具备 PB 级工业大数据存储处理能力；（4）**平台集成了多种服务组件以及 APP，满足企业各类发展需求**。精智平台的云化软件和工业 APP 覆盖了企业生产经营各个环节，包含经营管理服务、研发设计服务、工业生产服务、产品运维服务、金融服务和数据服务，并实现了应用之间的深度集成。

表 8：用友精智解决方案及成效

企业困境	解决方案	成效
基于生产线单独制定计划；异常管理仍是人工汇报层层传递；产品品质管控难；物资数据和生产数据获取难度大。	生产执行优化： （1）通过集成用友 ERP、MES 系统以及各种硬件设备，实现设备数据的自动采集，并全程监控工艺参数、机台状态、设备运行参数和过程记录数据；（2）通过同 SPC 集成，实现全工艺过程的质量管控；（3）通过 CPK 统计分析工序能力，提升工艺水平；（4）建设可视化平台集中显示各车间的生产计划执行情况、物料保障执行情况、生产设备运行情况、产品及人员分布、产品信息追溯以及生产现场的视频监控内容。	解决方案在上海空间电源研究所实施后，电池生产周期缩短 40%以上，产品合格率提高到 80%以上。
制造企业的生产管理人员往往要花费很多时间和精力，生产期间的现场巡线与生产结束后的统计总结，然而成效并不如预期。	智能生产调度： 用友打造智能生产调度工具，实现计划、员工、设备、物流等一体化的工业现场网络。（1）通过智能移动终端，工班长可随时查看生产计划与任务，以及对应的工序与指导书，对员工进行派工生产，查看班组员工状态，对开停机异常做报告及记录，对应人员能通过看板实时发现哪里有异常及时处理；（2）生产管理人员可以通过实时看板或手机查看现场生产状态，生产计划任务由系统指派到对应工段；可随时查看 OEE、VBZ 等相关数据报表，并根据数据情况优化生产，避免数据滞后性。	解决方案在上海新朋实施后，生产管理人员监控统计作业量减少 80%以上，生产过程事件记录完整性提升 20%以上。通过项目的整体建设，企业产量增加 22%，人员减少 31%，产品缺陷率从 0.3%下降 0.1%。

资料来源：工业互联网平台创新发展白皮书，东兴证券研究所

精智工业互联网平台目前发展势头良好，产品种类丰富，客户覆盖广泛。目前平台已入驻工业企业 44 万家，上线鞍钢集团、天瑞水泥、江西铜业等大型工业企业 1300 多家，覆盖 20 多个工业细分行业，全球营销服务机构 120 家，生态伙伴超过 600 家。同时，平台包含云化工业软件 279 个，连接工业设备 38.8 万台，支持 80 多种工业协议，发展工业 APP1247 个。

图 63：精智工业互联网平台发展水平


资料来源：用友官网，东兴证券研究所

与地方政府合作打造服务平台，进一步拓展客户资源。除了工业企业客户，用友还与多省市地方政府战略签约，建设地方工业云平台项目，帮助当地中小型工业企业上云，形成产业链高效协同等，目前已签约十多家省地市政府。

图 64：已签约政府客户概况



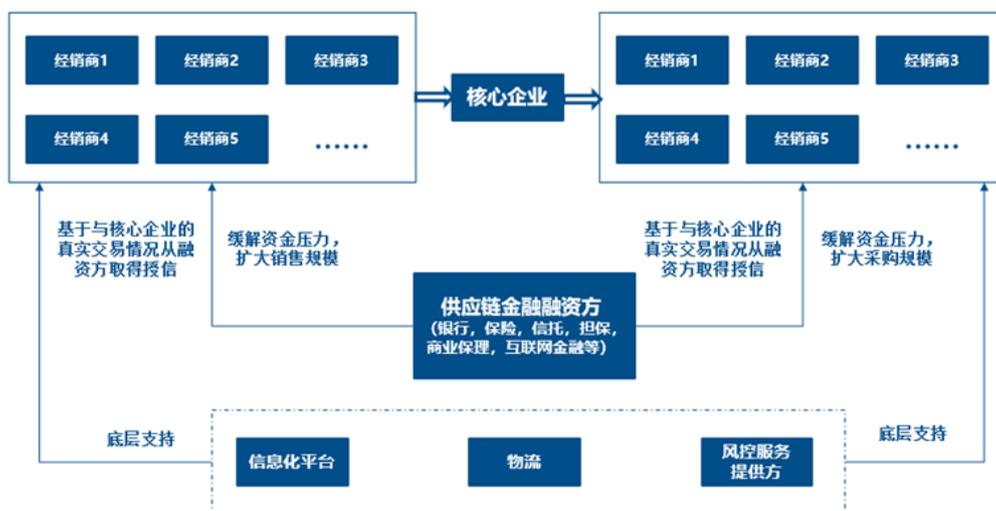
资料来源：用友官网，东兴证券研究所

5. 金融业务：受益行业高速增长，背靠集团资源打造资金闭环

5.1 供应链金融行业风口正当时

供应链金融主要以产业上下游的真实贸易为基础，以核心企业的良好商誉及履约能力为依托，通过控制供应链上的资金流、物流和数据流来提高风控能力，以解决同一链条上中小企业融资难的问题。

图 65：供应链金融的交易模式



资料来源：东兴证券研究所

迄今为止，供应链金融总共经历了三个发展阶段：**第一阶段是以银行为中心传统金融模式**。在这一阶段主要通过信用评级，不动产抵押等方式为核心企业一级经销商提供融资服务，但由于银行并未参与整个供应链的运营流程，故大多数二级及以上经销商难以获得融资；**第二个阶段是供应链金融的线上化**。即通过对接各大企业的 ERP 端口，获取真实的交易信息，从而更好地把控融资风险，再加上物流提供商参与，从而使动产抵押成为可能，但由于核心数据仍然掌握在部分企业中，难以实现综合性地风险评估；**第三个阶段供应链金融的结构出现了平台化和高度关联化的特征**，通过资金流、物流、信息流地多维信息控制以及云平台地搭建，实现对产业更全面地渗透。

图 66：供应链金融发展阶段


资料来源：pwc 思略特，易宝研究院，东兴证券研究所

近年来，我国供应链金融行业发展势头强劲，主要有以下四点原因：（1）利好政策为供应链金融建设提供良好的孕育环境；（2）物联网、人工智能、大数据、区块链等技术发展变革了基础业务逻辑；（3）传统银行发力供应链金融蓝海；（4）工业 4.0 与供应链金融相互融合，共促发展。

利好政策为供应链金融建设提供良好的孕育环境。近年来，在供给侧改革的大背景下，与供应链金融相关政策频繁出台。2017 年 10 月，国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，明确了供应链金融在供应链创新中的重要作用。一方面，指出了供应链金融的发展方向及具体负责机构；另一方面，指出了我国智慧供应链体系的发展目标，即到 2020 年，要培育 100 家左右的全球供应链领先企业，在发展目标的推动下，能进一步保障供应链金融体系地不断发展与完善。

表 9：供应链金融相关政策密集出台

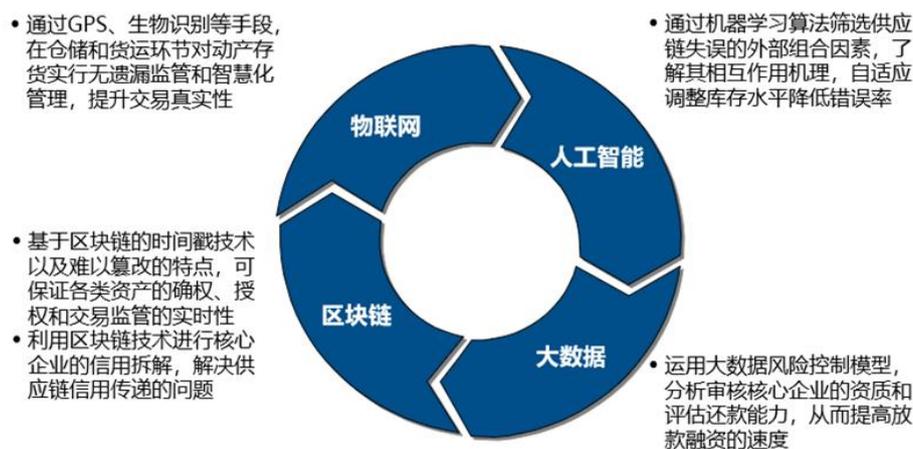
时间	发布单位	政策	主要内容
2016 年 2 月	人民银行等八部门	《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》	提出要大力发展应收账款融资
2017 年 3 月	央行等五部门	《关于金融支持制造强国建设的指导意见》	鼓励金融机构依托制造业产业链核心企业，积极开展仓单质押贷款、应收账款质押贷款、票据贴现、保理、国际国内信用证等各种形式的产业链金融业务。
2017 年 5 月	央行等七部门	《小微企业应收账款融资专项行动工作方案（2017-2019 年）》	应收账款是小微企业重要的流动资产。发展应收账款融资，对于有效盘活企业存量资产，提高小微企业融资效率具有重要意义。
2017 年 10 月	国务院	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	鼓励商业银行、供应链核心企业等建立供应链金融服务平台，为供应链上下游中小微企业提供高效便捷的融资渠道。

时间	发布单位	政策	主要内容
2018年4月	商务部等八部门	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	推动供应链核心企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式；推动政府、银行与核心企业加强系统互联互通和数据共享，加强供应链金融监管
2018年10月	财政部	《关于下达2018年度普惠金融发展专项资金预算的通知》	下拨2018年普惠金融发展专项资金100亿元，比2017年增加23亿元，增长29.85%

资料来源：区块链与供应链金融白皮书，东兴证券研究所

技术发展变革基础业务逻辑。物联网、人工智能、大数据、区块链等技术的发展将提高供应链金融参与方的交易透明度，提升融资方对于贸易真实性的把控程度，巩固核心企业与上下游企业的关系，从而降低交易成本，打破信任壁垒，为供应链金融创造更多应用场景。

图 67：技术发展变革供应链金融基础业务逻辑



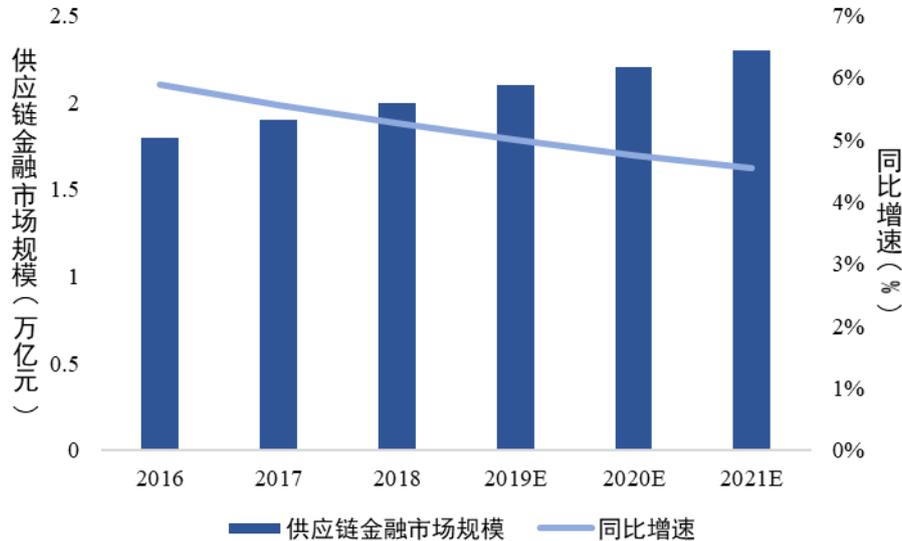
资料来源：东兴证券研究所

传统银行发力供应链金融蓝海。受政策监管影响，互联网C端业务不断缩紧，B端业务有望借助供应链金融业务实现业务大幅增长。传统四大行、股份制银行以及中小银行都在积极开展供应链金融相关业务。如工商银行推出以“经营快贷”“网贷通”和“线上供应链”为核心的线上小微融资体系，平安银行推出面向“熟人生意圈”的橙e网，浙商银行推出了池化融资平台等。

工业4.0与供应链金融相互融合，共促发展。一方面，信息物理融合系统（CPS）能带来高效管理和分析产业内大数据的便利，金融机构可增强对于真实贸易的把控以及金融风险的防范，如通过“数据质押”的方式，能有效对还款现金流对于评估和预测；另一方面，供应链金融的健全有利于快速发展以消费者为核心的C2B模式，提升生产系统的柔性化和个性化，从而加快工业4.0的落地。

未来，伴随着政策陆续落地，行业发展基础配套设施将不断完善；先进技术逐渐融入实际业务，核心资金主体的借贷风险能得到有效控制，二者将共同作用使供应链市场规模保持稳定增长，预计到2020年，总体规模将超过2.2万亿元。

图 68：供应链金融市场规模保持稳步增长



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

5.2 背靠集团资源，打造资金闭环

ERP 厂商参与供应链金融业务，具有以下三方面优势：（1）**有利于交易真实性的保证**。相较于公开财务信息以及税务等征信手段，通过直接对单一企业 ERP 系统、财务系统、采购平台、销售平台等，可进一步透视企业日常经营状况，有助于对于交易真实性进行把控；（2）**存量客户转化率高，统一管理有望降本增效**。ERP 厂商可将自身 ERP 系统客户，转化为供应链金融平台参与者，不仅有利于公司间数据的交叉验证，而且通过对企业数据的共同管理和分析，统一底层数据结构，可产生规模效应，降低成本；（3）**供给配套服务以提升厂商综合竞争力**。基于海量数据分析基础上，为银行、信托、基金、保理等融资机构提供融资产品方案设计和大数据风控服务，并积极拓展更多配套服务。

用友于 2016 年 10 月成立供应链金融事业部，通过获取企业存货、财务、贸易等数据，为企业授信、融资、贷后监控提供支持。

供应链金融事业部成立后，一方面，用友积极拓展保理服务，对于不同行业制定垂直化解决方案。对于建筑行业，针对核心企业应收账款压力，提供票据保理服务，帮助上游供应商加速现金流动；对于零售行业，针对核心企业销售、经销商采购资金短缺难题，提供供货采购保理服务。

另一方面，用友推出数融云平台，基于底层技术的优化设计，为资金方和融资方搭建多维数据互通的信息桥梁。基于自身海量数据优势，在数据链上层，通过优数链模块获取企业全量数据，真实还原企业业务场景及经营状况，并且利用区块链技术，防范数据在传递过程中发生篡改的可能性，在数据链下层，利用量子流模块，对金融企业供给产品进行差异化定价以及后续的风控服务。

图 69：数融云功能框架



资料来源：用友官网，东兴证券研究所

自 2014 年友金所成立以来，用友通过规模自营及与第三方金融机构合作的模式推进金融业务的稳健发展，完善自身供应链金融产业布局。一方面，积极参与设立资金融通主体，如友金所、中关村银行、用友商业保理、友泰财保等，为供应链业务发展提供资金支持；另一方面，布局中间服务商，如畅捷通支付，将用友众多中小客户转化为畅捷通支付用户，在此基础上再为资金融通方导流，形成产业闭环。

表 10：供应链金融子公司设立时间线

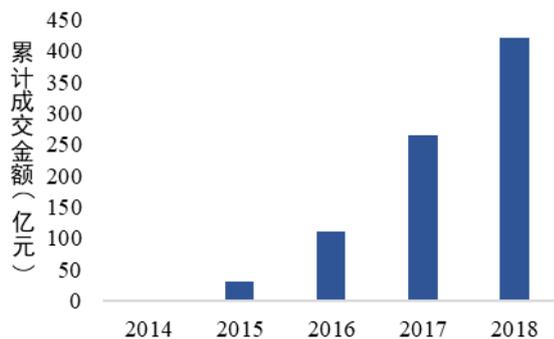
日期	事件	所属行业	持股比例	主营业务	主要产品	服务群体
2014 年 7 月	发起设立友金所	互联网金融	51.13%	P2P	友金 e 富, YY 理财, YY 活钱	中小微企业及个人
2015 年 5 月	受让畅捷通股权	支付收单	100.00%	聚合支付、POS 收单	钱客通, 银企联	中小微企业
2016 年 11 月	发起设立中关村银行	银行	29.80%	中小微企业及个人借贷融资	创业通、加速通、认股权贷款	科创型中小微企业及个人
2017 年 7 月	发起用友商业保理公司	保理	30.00%	保付代理；供应链管理及相关咨询	应收账款保理, 采购订单保理, 优数链	中小企业
2017 年 12 月	受让友太安保险股权	保险经纪	80.00%	保险理赔公估、保险经纪	车险、财险、友企保	企业及个人
筹备中 (已获批)	友泰财保	保险	—	—	—	—

资料来源：网络公开资料整理，东兴证券研究所

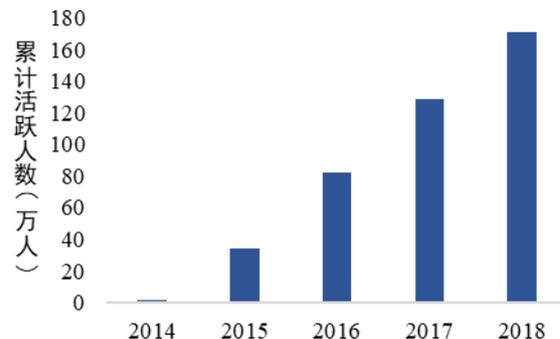
友金所是公司控股的互联网投融资信息平台，营收占公司金融业务比重超过 80%，背靠用友，获得了集团从管理团队、品牌背书、技术支持、客户导流等多方面的大力支持。

友金所成立于2014年7月，作为用友金融板块的主打P2P平台，其核心竞争力主要源于集团所赋予的多重风险把控举措：（1）参与组建友金所核心管理团队。友金所现任财务总监于2000年加入用友集团，历任财务总监、分公司总经理，精通财务体系、制度规范建设及税务筹划等；（2）用友为友金所提供品牌背书，增加其平台知名度及公众信任度；（3）用友为友金所业务开展提供数据和技术支持。公司在ERP领域深耕多年，积累了企业海量经营数据，在此基础上进行多维度大数据分析，提升对于借款企业真实还款能力的把控；（4）友金所与畅捷通客户重叠率高，有利于相互导流，共促良性发展。

截至2018年12月31日，用友互联网投融资信息服务收入达到10亿元，同比增长52%，友金所累计成交金额达到420亿元，累计活跃人数达到170万人，预计未来仍将持续呈现大幅增长态势。

图 70：累计成交金额超过 420 亿元


资料来源：友金所官网，东兴证券研究所

图 71：累计活跃人数超过 170 万人


资料来源：友金所官网，东兴证券研究所

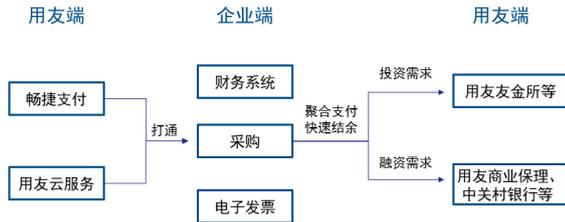
作为公司金融板块的另一项重要业务，畅捷支付将企业支付与用友云服务相结合，通过提供全渠道、场景化的支付业务，实现资金闭环流动。

畅捷支付主要供给产品有两种——钱客通和银企联，钱客通是畅捷支付为中小微企业提供的线下聚合支付的整体解决方案，银企联以云计算的方式实现企业系统与多家银行系统的直联，实现企业所有银行账户管理、支付结算、票据、理财等功能的云服务。

在实际业务操作中，畅捷支付通过结合用友采购云、营销云等服务，打穿财务系统、采购、电子发票等场景，提供全渠道、场景化的支付结算服务，在收款端，通过聚合微信、支付宝、银联等支付方式，帮助企业做快速收支结算，便于为用友其他金融业务导流，有余额时可通过理财业务实现资金增值，有差额时可通过供应链金融帮助企业快速融资，从而实现资金闭环流动。

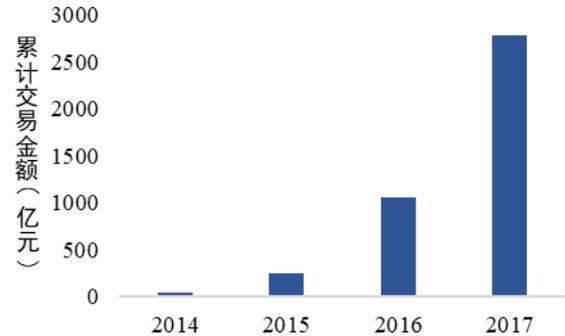
截止2018年底，公司实现支付服务收入1.5亿元，同比增长82%，2017年累计交易金额为2786亿元，同比增长165%，预计未来业务规模将持续高速增长。

图 72：畅捷通助力用友打造资金闭环



资料来源：东兴证券研究所

图 73：累计交易金额超过 2700 亿元



资料来源：用友年报，东兴证券研究所

与工商银行强强联合，积极拓展业务边界。2017年11月，用友与工商银行签署战略合作协议，达成全面战略合作。双方将充分发挥各自优势，不断为企业及公共组织客户提供创新服务，将在企业现金管理、企业支付结算、企业理财与供应链金融、面向大中型企业客户与小微企业客户的融合金融与业务的创新服务，以及其他包括金融科技、海外市场拓展、消费金融等方面展开深入合作。

6. “云转型+国产化”助推用友网络跨越千亿市值大关

采用市场上通用的分部估值法对用友网络进行估值，可得中性预期下，用友2019/2020/2021年总市值为822/955/1083亿元，乐观预期下，用友2019/2020/2021年总市值为925/1120/1294亿元。

在中性预期下，对于公司传统软件业务，我们预计公司仍将保持稳定增长，公司2019-2021年复合增长率为8%、9%、8%。

对于云服务业务，在行业整体云化的大背景下，再加上以“云ERP+iUAP云平台+精智工业互联网”为核心的业务潜在增长点，预计未来将会迎来高速增长，假设云服务业务2019-2021年的增速为80%、70%、50%。

对于金融业务，在公司不断完善供应链金融业务板块，致力于打造资金闭环的发展趋势下，预计未来仍旧会维持稳定的增长速度，假设金融业务2019-2021年的增速为50%、40%、20%。

表 11：中性预期下用友网络营收预测（单位：亿元）

业务类型	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
传统软件业务	44	44	43	48	51	56	60	66	71
yoy	3%	0%	-2%	11%	8%	9%	8%	9%	8%
云服务业务			1	1	4	9	15	26	39
yoy				34%	250%	108%	80%	70%	50%
金融业务			1	2	8	12	19	26	31
yoy				201%	229%	55%	50%	40%	20%

业务类型	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收	44	44	45	51	63	77	94	118	141
yoy		3%	0%	2%	15%	24%	21%	23%	25%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

对于传统软件业务，由于其盈利较为稳定，我们采用 PE 估值法。取可比公司石基信息、广联达、泛微网络，可得 2019-2021 年行业平均市盈率为 70X/55X/43X，则用友网络传统软件业务 2019-2021 年对应市值为 420/355/301 亿元。

表 12：软件业务可比公司估值表

公司名称	证券代码	流通市值 (单位：亿元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
石基信息	002153.SZ	343	0.51	0.62	0.76	63	52	42
广联达	002410.SZ	376	0.40	0.53	0.72	83	63	47
泛微网络	603039.SH	99	1.01	1.30	1.65	65	50	39
平均值						70	55	43

资料来源：Wind，东兴证券研究所

对于云服务业务和金融业务，由于分部行业高速增长且利润较低，我们采用 PS 估值法。对于云服务业务，行业内平均估值为 8X-10X，在中性预期下，我们取 8 倍估值，则该分部 2019-2021 年市值分别为 122/208/312 亿元；对于金融服务业务，行业内平均估值为 7X，则该分部 2019-2021 年市值分别为 190/260/310 亿元。

表 13：中性预期下用友网络估值表（单位：亿元）

	2019E	2020E	2021E
传统软件业务净利润	6.0	6.5	7.0
传统软件业务估值倍数（PE）	70X	55X	43X
传统软件业务总市值	420	355	301
云服务业务营业收入	15	26	39
云服务业务估值倍数（PS）	8X	8X	8X
云服务业务总市值	122	208	312
金融业务营业收入	19	26	31
金融业务估值倍数（PS）	7X	7X	7X
金融业务总市值	133	182	217
总市值	822	955	1083

资料来源：Wind，东兴证券研究所

因此，在中性预期下，用友 2019/2020/2021 年总市值为 822/955/1083 亿元。

在乐观预期下，考虑未来国产替代浪潮将使公司传统软件业务有较大增幅。

近日内，用友网络在多领域与华为展开深度合作：（1）高端 ERP 领域内，用友具备深厚的客户基础，华为团队考察或掀起国产替代浪潮。目前 NC 产品线已为 8000+ 集团客户提供服务，具有深厚的用户基础。2019 年 6 月，华为 ERP 前往用友软件园考察。此前，华为与用友曾在多项产品上合作，如用友营销云、协同云、税务云以及 U8 Cloud，此次考察或意味着双方将在更多领域深化合作，甚至不排除华为为内部 ERP 更换的可能性；（2）基于 GaussDB 数据库，与华为共助鲲鹏计算产业生态建设。2019 年 8 月，华为与用友签订合作协议，预计将于今年 9 月推出 NC Cloud+GaussDB 的联合解决方案，实现大型企业级云服务国产替代。

目前，在高端 ERP 领域，跨国公司具有压倒性优势，SAP 占比 33%，Oracle 占比 20%，而用友仅占比 14%。据测算，在高端领域未来国产替代空间约为 140 亿/年。巨大的国产替代空间将会给用友网络软件业务带来大量的业绩增厚，预计公司 2019-2021 年营业收入为 71/86/102 亿元，使该分部净利润上升至 7/9/10 亿元。

对于云服务业务，在乐观预期下，我们取 10 倍估值，则该分部 2019-2021 年市值分别为 150/260/390 亿元。

表 14：乐观预期下用友网络估值表（单位：亿元）

	2019E	2020E	2021E
传统软件业务净利润	7.0	8.6	10.1
传统软件业务估值倍数（PE）	70X	55X	43X
传统软件业务总市值	492	468	433
云服务业务营业收入	15	26	39
云服务业务估值倍数（PS）	10X	10X	10X
云服务业务总市值	150	260	390
金融业务营业收入	19	26	31
金融业务估值倍数（PS）	7X	7X	7X
金融业务总市值	133	182	217
总市值	925	1120	1294

资料来源：Wind，东兴证券研究所

因此，在乐观预期下，用友 2019/2020/2021 年总市值为 925/1120/1294 亿元。

7. 投资评级与投资建议

公司盈利预测及投资评级：公司是 ERP 行业领军企业，在 ERP 行业整体云化进程中有望持续领先。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.36/0.49/0.64 元，对应 PE 分别为 77/58/44 倍，给予“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

1) 行业竞争进一步加剧。ERP 软件行业处于快速发展阶段，国内外市场参与者不断增加（如大型互联网企业），竞争也将越来越激烈，鉴于行业广阔的发展前景和国内资本市场的进一步开放，缺乏竞争力和核心优势的企业将会被市场淘汰。

2) 公司规模扩张带来的管理风险。公司自上市以来，持续快速发展。公司资产等都得到进一步扩张，加上并购脚步的加快且涉及互联网金融新领域，未来公司在机制建立、战略规划、组织设计、运营管理、资金管理和内部控制等方面的管理水平将面临更大的挑战。

附表:公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7279	8340	8972	10881	12672	营业收入	6344	7703	9592	12013	15189
货币资金		4022	5659	6607	7139	营业成本	1812	2315	2941	3728	4777
应收账款	1495	1390	1731	2168	2740	营业税金及附加	95	110	137	172	217
其他应收款	237	390	486	609	770	营业费用	1417	1649	1918	2283	2810
预付款项	58	66	76	90	107	管理费用	2334	1465	1794	2162	2628
存货	32	22	27	35	44	财务费用	169	110	85	95	117
其他流动资产	1308	823	823	1162	1607	资产减值损失	299.16	294.13	364.50	432.48	531.60
非流动资产合计	6755	6881	6919	6943	6950	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1642	1703	1703	1703	1703	投资净收益	71.63	100.56	100.56	100.56	100.56
固定资产	2098	2073	2248	2307	2308	营业利润	676	943	1396	1882	2465
无形资产	682	876	936	1002	1057	营业外收入	17.71	16.23	16.23	16.23	16.23
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	8.10	9.01	9.01	9.01	9.01
资产总计	14034	15221	15890	17824	19622	利润总额	686	950	1403	1889	2472
流动负债合计	6925	7348	7558	8890	9917	所得税	126	140	207	279	365
短期借款	3450	3156	3015	3843	4223	净利润	560	810	1196	1610	2108
应付账款	453	456	572	725	929	少数股东损益	171	198	292	394	515
预收款项	855	1080	1360	1710	2154	归属母公司净利润	389	612	904	1217	1593
一年内到期的非流动	191	157	157	157	157	EBITDA	1040	1279	1747	2265	2890
非流动负债合计	368	221	221	221	221	BPS(元)	0.27	0.32	0.36	0.49	0.64
长期借款	305	172	172	172	172	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	7293	7569	7779	9111	10138	成长能力					
少数股东权益	892	1081	1373	1766	2277	营业收入增长	24.06%	21.44%	24.52%	25.24%	26.43%
实收资本(或股本)	1464	1918	2486	2486	2486	营业利润增长	-1416.0	39.47%	47.98%	34.82%	31.02%
资本公积	2219	2121	1552	1552	1552	归属于母公司净利	97.11%	57.33%	47.62%	34.64%	30.90%
未分配利润	1495	1786	1794	1805	1819	获利能力					
归属母公司股东权益	5849	6571	6738	6948	7208	毛利率(%)	71.43%	69.95%	69.34%	68.97%	68.55%
负债和所有者权益	14034	15221	15890	17824	19622	净利率(%)	8.83%	10.52%	12.47%	13.40%	13.88%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.77%	4.02%	5.69%	6.83%	8.12%
						ROE(%)	6.65%	9.32%	13.41%	17.51%	22.10%
经营活动现金流	1430	2043	1682	1892	2376	偿债能力					
净利润	560	810	1196	1610	2108	资产负债率(%)	52%	50%	49%	51%	52%
折旧摊销	195.31	226.10	266.00	310.87	330.63	流动比率	1.05	1.13	1.19	1.22	1.28
财务费用	169	110	85	95	117	速动比率	1.05	1.13	1.18	1.22	1.27
应收账款减少	0	0	-341	-437	-573	营运能力					
预收账款增加	0	0	280	351	443	总资产周转率	0.48	0.53	0.62	0.71	0.81
投资活动现金流	-2740	152	-545	-622	-723	应收账款周转率	4.09	5.34	6.15	6.16	6.19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.27	16.96	18.67	18.52	18.36
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	72	101	101	101	101	每股收益(最新摊)	0.27	0.32	0.36	0.49	0.64
筹资活动现金流	569	-767	-1009	-321	-1121	每股净现金流(最新)	-0.51	0.74	0.05	0.38	0.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.99	3.43	2.71	2.79	2.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	454	568	0	0	P/E	104.22	87.94	77.42	57.50	43.93
资本公积增加	-167	-98	-568	0	0	P/B	7.04	8.21	10.38	10.07	9.71
现金净增加额	-741	1428	129	948	531	EV/EBITDA	39.53	40.60	38.72	29.81	23.31

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	计算机行业点评：华为鸿蒙操作系统发布，鸿蒙 OS 奠定华为万物智联生态基础，打开万亿市场空间	2019-08-12
行业	计算机行业点评：华为打造鲲鹏产业生态，国产自主创新产业开启新纪元	2019-07-25
行业	工业软件：中美科技战命门之工业软件深度报告之一	2019-05-22
公司	用友网络（600588.SH）：云业务收入高速增长，净利润大幅扭亏为盈	2018-08-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

研究助理简介

研究助理：陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。