

用友网络

战略转型 3.0，企业互联网龙头崛起在即

买入(维持)

2018 年 01 月 29 日

盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,113	6,331	7,921	10,044
同比(+/-%)	14.9	23.8	25.1	26.8
净利润(百万元)	197	369	523	880
同比(+/-%)	(39.0)	87.1	41.6	68.3
毛利率(%)	68.6	66.8	67.3	69.6
净资产收益率(%)	3.5	6.3	8.5	13.4
摊薄每股收益(元)	0.13	0.25	0.36	0.60
P/E	168	90	63	38
P/B	5.8	5.6	5.4	5.0

投资要点

- 企业服务进入云化互联新时期，用友 3.0 两步走战略转型。**企业 IT 进入直接创造价值的发展阶段，将推动商业新模式形成，商业新模式将打破企业原来封闭的边界和经营要素，对企业管理提出新的需求，进而对企业 IT 系统提出全新的要求，相应的管理软件从信息化架构向互联网化架构转变，企业服务将进入云化互联新时期。同时，劳动力成本提高和消费升级倒逼企业信息化支出、国家建设数字经济的顶层战略推动企业上云、IaaS 成熟奠定 SaaS 发展基础，三大因素推动企业服务进入快速发展期。在此背景下，用友网络两步走战略转型 3.0：1、软件公司向云服务公司转型，不仅打开新的市场空间，并奠定第二步转型基础；2、云服务向企业大数据转型，开拓增值业务。
- 企业互联网龙头崛起，财务指标验证拐点已至。**考虑年营收规模大于 1000 万以上的企业使用云产品，按每年 5 万元服务费计算，则市场空间达千亿，未来随企业数量和客单价提升市场空间将进一步打开。用友凭借高研发投入、良好政府渠道、拥有 PaaS 平台、企业服务生态清晰四大优势，有望后发先至成为云时代的企业互联龙头。公司已相继发布针对大、中、小微型企业的重磅云产品，打造最完善的云产品体系，并采取诸如省级合作、核心企业带动等推广模式加快企业上云速度。目前新业务人均营收，管理和销售费用率等多项财务指标持续改善，预示着公司前期研发投入高峰已过，新业务增长的平台效应开始显现，有望实现净利润的持续高弹性增长。
- 卡位企业数据，系统布局金融牌照实现增值业务变现。**公司作为国内 ERP 软件的龙头厂商，在云时代下有望成为企业互联龙头，随着 B 端数据在平台汇集，卡位优势凸显。目前公司已经系统布局金融牌照，同时与银行和企业等合作伙伴一起探索试验企业金融等服务，通过闭环的企业数据，有望开拓金融等增值业务。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 17-19 年净利润为 3.69/5.23/8.80 亿元。云和金融服务业务与传统业务在发展阶段和盈利模式上差异较大，考虑海外可比公司 PS12-14 倍，分部估值后传统 ERP 业务 PE 对应 18 年 20 倍左右。公司云和金融服务处于高增长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：**云业务发展不及预期；互联网金融业务存政策风险。

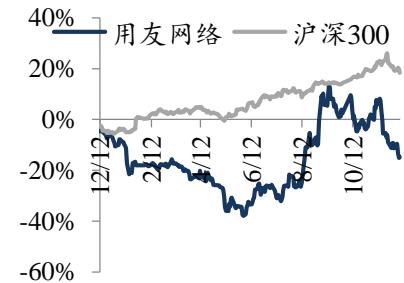
证券分析师郝彪

执业证书编号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.66
一年最低/最高价	13.80/26.62
市净率(倍)	6.47
流通 A 股市值(百万元)	32,653

基础数据

每股净资产(元)	3.50
资产负债率(%)	54.71
总股本(百万股)	1,464
流通 A 股(百万股)	1,441

相关研究

- 用友网络：携手湖北省推进工业云平台，省级合作模式有望在全国快速复制推广 -20171210**
- 用友网络：携手工商银行全面合作，共筑“企业云服务和金融”新生态 -20171126**
- 用友网络：多项财务指标验证投入拐点已过，新产品发布推动云业务增长加速 -20171030**
- 用友网络：收入加速向上趋势不改，企业互联网平台战略稳步推进 -20170827**
- 用友网络：入股人力资源云服务商，完善企业服务生态圈 -20170822**

目录

1 企业服务进入云化互联新时期，用友两步走战略清晰	4
1.1 技术与业务升级驱动，企业信息化进入上云互联新时代	4
1.1.1 技术与业务升级呼唤全新的企业信息化管理	4
1.1.2 企业管理软件进入上云互联新阶段，B 端数据走向集中	5
1.2 产业升级倒逼企业新一轮信息化支出	6
1.2.1 劳动力成本提高倒逼企业降本增效	6
1.2.2 消费升级倒逼企业转型升级	8
1.3 构建数字经济，国家顶层战略推动企业上云	9
1.4 IaaS 爆发奠定 SaaS 基础，财报验证 IT 新支出高增长	9
1.5 两步走战略清晰，用友迎来 3.0 转型机遇	10
2 企业互联网龙头崛起，财务指标验证拐点已至	11
2.1 企业软件云化空间更大，保守测算至少千亿级	11
2.2 重磅产品相继发布，三种方式加快企业上云	13
2.2.1 相继发布重磅产品，打造完善云产品体系	13
2.2.2 牵手生态伙伴，三种方式加快上云	16
2.2.3 优势显著，企业互联网龙头崛起在即	18
2.4 研发投入高峰已过，多项财务指标迎来拐点	21
3 转型第二步：数据闭环实现金融变现	23
3.1 供应链金融处于爆发风口，用友具备天然卡位优势	23
3.2 全面布局金融业务，实现企业数据闭环完成金融变现	25
4 盈利预测与投资评级	25
5 风险提示	27

图表 1: IT 进入 3.0 发展阶段	4
图表 2: 技术更新换代推动形成商业新模式	4
图表 3: 企业管理面临四大转变	5
图表 4: 企业管理软件先后经历电算化、信息化和互联化三个阶段	6
图表 5: 我国人口结构变化情况	7
图表 6: 全国城镇单位就业人员平均工资及增速	7
图表 7: 中国与美国、日本、德国、菲律宾、泰国小时劳动力和生产率的比较	7
图表 8: 中国城镇家庭的各层次数量的占比情况	8
图表 9: 浙江、山东、湖南、江苏省的企业上云规划	9
图表 10: 2015Q1-2017Q3 阿里云单季度营收 (亿元)	10
图表 11: 企业服务类公司的营收增速	10
图表 12: 2017H1 各公司新老业务增速情况	10
图表 13: 用友进入 3.0 的发展阶段	11
图表 14: 我国不同营收规模的企业占比 (外环为 2015 年底, 内环为 2010 年底)	12
图表 15: 我国市场主体和实有企业数量及增速 (万户)	12
图表 16: 我国每千人拥有企业数量	12
图表 17: 全球公有云市场规模 (亿美元)	13
图表 18: 我国公有云市场规模 (亿元)	13
图表 19: U8 cloud 产品架构	13
图表 20: 精智工业互联网平台提供的服务	14
图表 21: 用友和金蝶云产品对比	15
图表 22: 用友行业云与领域云示意图	15
图表 23: 用友网络生态合作伙伴	16
图表 24: 用友三种主要方式加快上云	17
图表 25: 公司企业客户数量及增速	17
图表 26: 公司云业务收入及增速	17
图表 27: 我国企业服务领域参与厂商的优劣势	18
图表 28: 一体化云服务和系统集成性是企业上云考虑的首要因素	19
图表 29: 2017 年上半年我国 SaaS 厂商销售收入占比 (共 5.4 亿美元)	20
图表 30: 用友和金蝶的研发费用(亿元)及占营收比例的对比	20
图表 31: 用友云和金融业务的投入规模	21
图表 32: 公司单季度管理和销售费用率 (%)	22
图表 33: 公司单季度归母净利润 (亿元)	22
图表 34: 公司员工数情况	22
图表 35: 用友云和金融业务的营收和人均营收 (2016H1 和 2017 全年为预计数据)	22
图表 36: 公司人均薪酬保持平稳增长	23
图表 37: 公司人均营收和人均净利润变动情况	23
图表 38: 供应链金融处于爆发风口	24
图表 39: 供应链金融平台对接资金端和企业 ERP 系统	24
图表 40: 用友网络金融业务概况	25
图表 41: 2017-2019 年用友网络营业收入预测 (亿元)	26
图表 42: 国外 SaaS 代表性公司的估值情况 (数据截止到 2018 年 1 月 26 日) (单位: 亿美元)	26
图表 43: 国内企业服务行业代表性公司的估值情况 (数据截止到 2018 年 1 月 26 日)	27

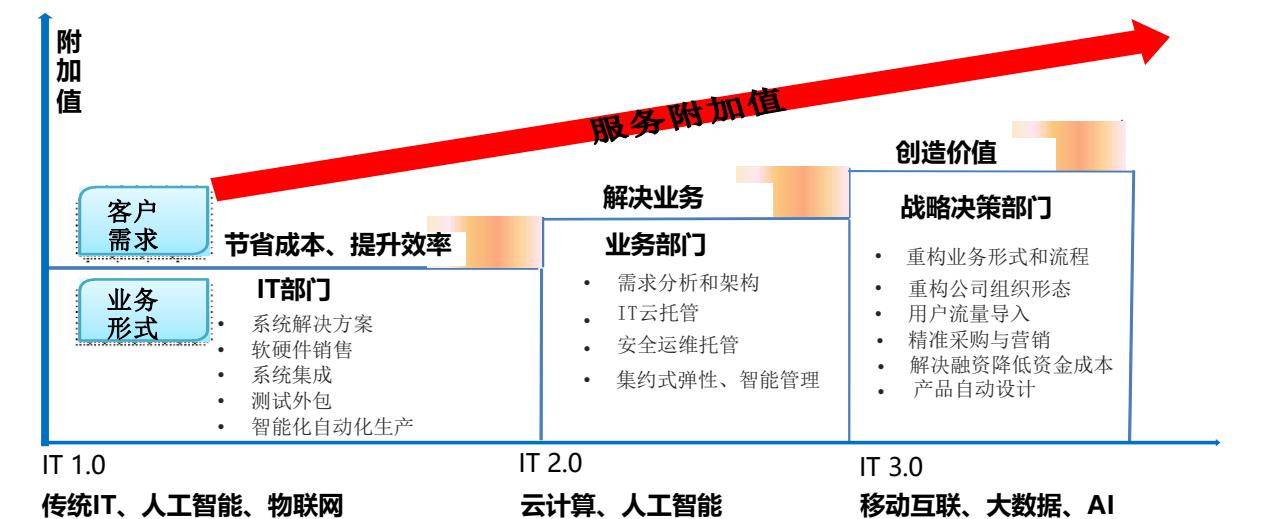
1 企业服务进入云化互联新时期，用友两步走战略清晰

1.1 技术与业务升级驱动，企业信息化进入上云互联新时代

1.1.1 技术与业务升级呼唤全新的企业信息化管理

企业 IT 进入直接创造价值的 3.0 发展阶段。对企业来讲，传统上 IT 主要起着降低成本、提升效率的作用，处于工具地位，对企业的影响主要局限于 IT 部门。但由于一套 IT 系统动辄上百万千万，大量中小企业只能望洋兴叹。随着云计算的普及，中小企业通过弹性租赁的方式，可以快速享有最新的 IT 技术成果和最先进的管理理念，快速拥抱数字驱动的经济发展，企业 IT 进入 2.0 发展阶段。之后移动互联网、大数据、人工智能等技术的兴起催生大量的创新业务形态与盈利模式，信息技术对企业的影响进入战略决策部门，不仅仅是降本增效解决业务问题，而且将直接创造价值成为企业增长的核心动力，IT 技术成为数字经济的直接驱动力。

图表 1：IT 进入 3.0 发展阶段



资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

IT 技术更新换代推动形成商业新模式。移动互联网、云计算、大数据、物联网等新一代技术的成功应用，以及人工智能、区块链等新技术的出现，意味着基础 IT 技术的更新换代，进而推动商业新模式的出现。具体而言，对企业来说，过去关注企业内部管理，现在扩展到企业间连接，新模式将拓展企业边界，从而建立生态经济；对企业经营而言，过去经营视角只关注企业上下游关系，现在拓展至直接对终端消费者需求的关注，从厂商主导的 B2C 转向消费者主导的 C2B；对企业员工而言，过去企业只有部分人员参与企业创收过程，现在转向企业全员参与的社群经济时代，由生态链共享和利益责任共担。商业新模式将打破企业原有的边界和经营要素，对企业管理提出新的需求。

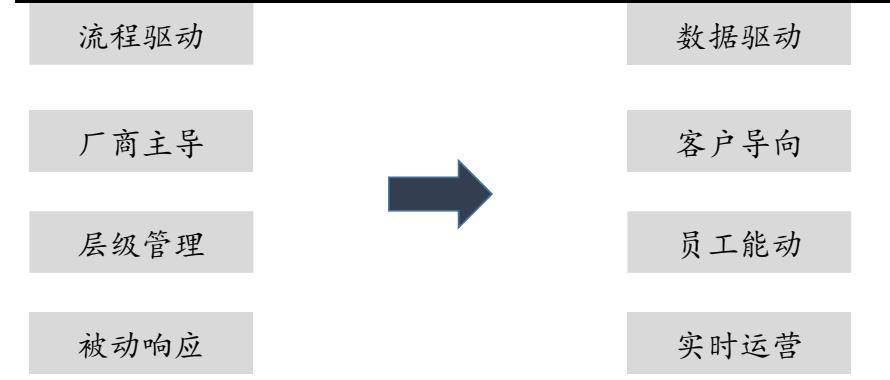
图表 2：技术更新换代推动形成商业新模式



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

商业新模式对企业管理提出四大新需求。过去企业管理软件定位更多是加快公司业务流程，而在云时代下，企业间互联互通形成了包括交易、业务、管理等在内的大数据，通过数据分析将形成更快、更优、更有说服力的商业决策。其次，过去由于企业无法直接对接终端消费者，产品生产以厂商主导，未来企业可以直接获取消费者的喜好，产品生产将转变成以客户为导向。第三，未来企业组织将变得更加扁平、透明、灵敏，帮助企业实现员工能动，全员参与企业创收过程中，而非过去以管理层为绝对核心的层级管理模式。第四，通过财务、HR、IT等共享服务，企业将从原来传统延时模式走向实时的企业运营。企业管理的新变化将对企业信息化提出全新的要求。

图表 3：企业管理面临四大转变



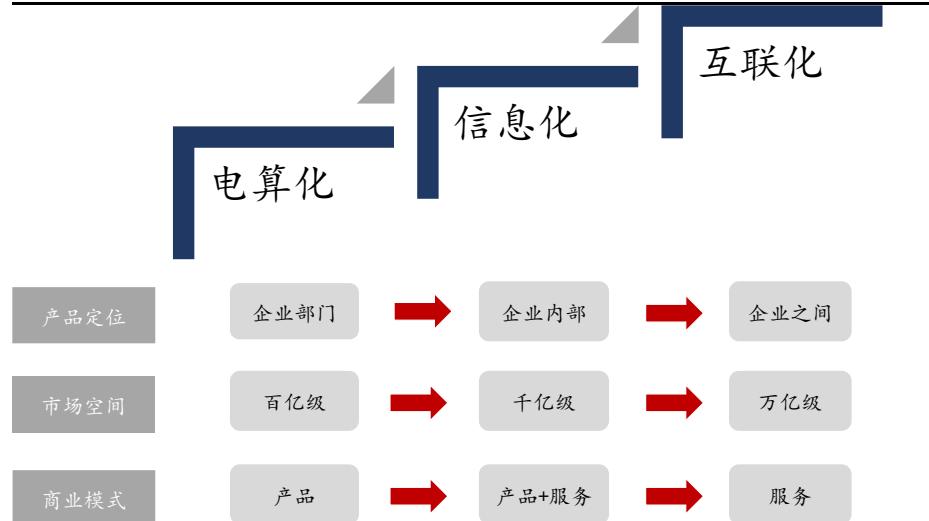
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1.2 企业管理软件进入上云互联新阶段，B 端数据走向集中

管理软件进入企业互联的新阶段。过去三十年，企业管理软件先后经历了电算化、信息化两个阶段，与 B 端走向互联集中相适应，目前企业管理软件也正进入互联化的第三阶段。从产品功能上讲，企业电算化时代，管理软件主要实现针对企业部门层面的办公自动化，如财务软件帮助企业财务部门提高准确率和效率；企业信息化时代，主要在企业层面实现内部信息的互联互通，如 ERP 等管理软件帮助企业联通内部数据，运营流程得到优化；企业互联时代，将不仅为了实现企业内部的互联互通，还会向外拓展至企业之间。从商业模式上讲，电算化和信息化时代，管理软件均

以卖产品为主，但在信息化时代，由于在这个阶段企业对信息化建设中有较强的个性化需求，已经逐步衍生出新的产业环节，如软件咨询和实施、以金融服务为典型的增值服务等，其商业模式具备了服务特征；而到了企业互联时代，商业模式将彻底由产品向服务模式转型，除了云服务收费，未来依托平台数据有望进一步衍生更多增值服务。

图表 4：企业管理软件先后经历电算化、信息化和互联化三个阶段



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

云化 B 端数据走向集中。 互联网企业早期创业从 C 端起步，目前 C 端流量红利已经开始趋于饱和，以微信超过十亿用户为标志，代表着移动端的互联网核心人群转移已经基本完成，消费者的交易及社交在线化之后不断倒逼 B 端企业的销售向线上转移，大量企业已经通过 B2C 的方式渗透到个人用户端，率先实现前端销售的线上化。同时，云计算的出现使得大量企业管理走向云端，企业后端的财务、人力，中端的生产制造日益云上互联化，云平台尤其是 SaaS 平台成为企业数据的汇集点，为企业互联网衍生全新商业模式奠定基础。

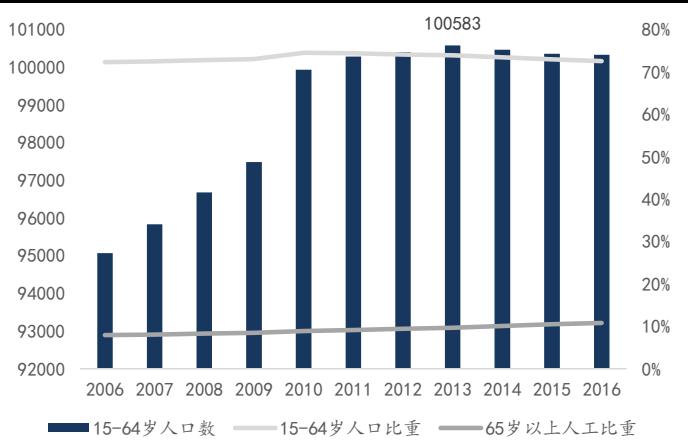
企业互联网市场规模有望提升一个数量级。 在企业信息化时代，市场规模已由电算化时代的百亿扩展至近千亿，据计世资讯预测，仅是管理软件，2016 年中国市场规模已达 617.7 亿元。到了企业互联时代，企业信息化市场有望再提升一个数量级，主要包括云化管理软件、以金融业务为代表的增值服务等。其中，我们预计到 2020 年我国有能力采购云化管理软件的企业数量 600 万左右，按每年 5-10 万的年服务费，云化管理软件市场规模数千亿元；金融服务，我们预计全国超过千万家中小企业有融资需求，融资规模在 10 万亿量级，增值服务空间可观。

1.2 产业升级倒逼企业新一轮信息化支出

1.2.1 劳动力成本提高倒逼企业降本增效

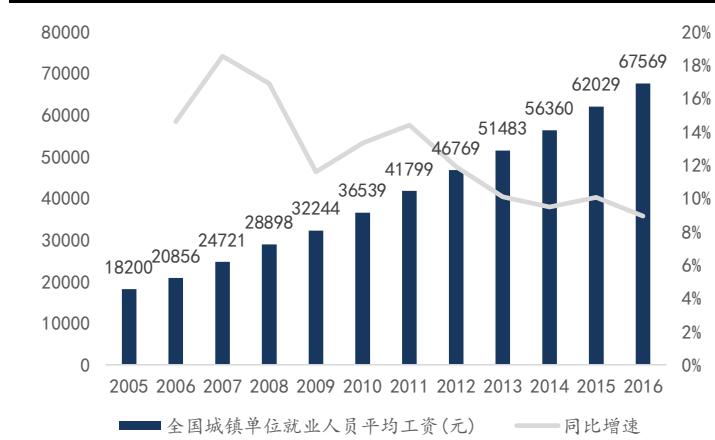
人口红利逐渐消失。 根据国家统计局数据，我国 15-64 岁的人口数量于 2013 年达到巅峰，随后几年逐步下降；并且，我国 65 岁以上人口比重逐年增长，由 2006 年 7.93% 上升至 2016 年 10.80%，老龄化趋势不言而喻。

图表 5：我国人口结构变化情况



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

图表 6：全国城镇单位就业人员平均工资及增速



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

劳动力成本逐步上升。综合考虑小时劳动力成本和小时劳动生产率，中国制造业单位劳动力成本与发达国家的差距在缩小，部分东南亚国家的制造业单位劳动力成本竞争力已经或即将比中国更具竞争优势。根据《劳动力成本优势真已远去了吗？》，国际劳工组织数据显示，2005-2013年中中国小时劳动力成本年均增速达14.7%，小时劳动生产率年均增速9.2%，相较于美国、日本、德国，虽然我国小时劳动生产率年均增速快于这些发达国家，但小时劳动力成本的年均增速更快，中国制造业单位劳动力成本与发达国家的差距在缩小；较于菲律宾、泰国，这些国家不仅小时劳动生产率年均增速比我国快，而且小时劳动力成本增速远低于我国，甚至低于某些发达国家，这就意味着这些国家的制造业单位劳动力成本竞争力已经或即将比中国更具竞争力。此外，国家统计局数据显示，我国城镇单位就业人员人均工资从2005年18200元上升至2016年67569元，年均增速12.7%。

图表 7：中国与美国、日本、德国、菲律宾、泰国小时劳动力和生产率的比较

国家	小时劳动力成本 (美元)			小时劳动生产率 (美元)		
	2005年	2013年	年均增速	2005年	2013年	年均增速
中国	1.33	3.98	14.7%	6.25	12.68	9.2%
美国	29.7	35.7	2.3%	47.54	63.93	3.8%
日本	25.6	35.3	4.1%	41.14	49.78	2.4%
德国	38.4	45.8	2.2%	47.06	60.17	3.1%
菲律宾	2.05	2.1	0.3%	3.27	8.46	12.6%
泰国	3.42	4.6	3.8%	5.21	12.07	11.1%

资料来源：《劳动力成本优势真已远去了吗？》钱诚等、国际劳工组织，东吴证券研究所

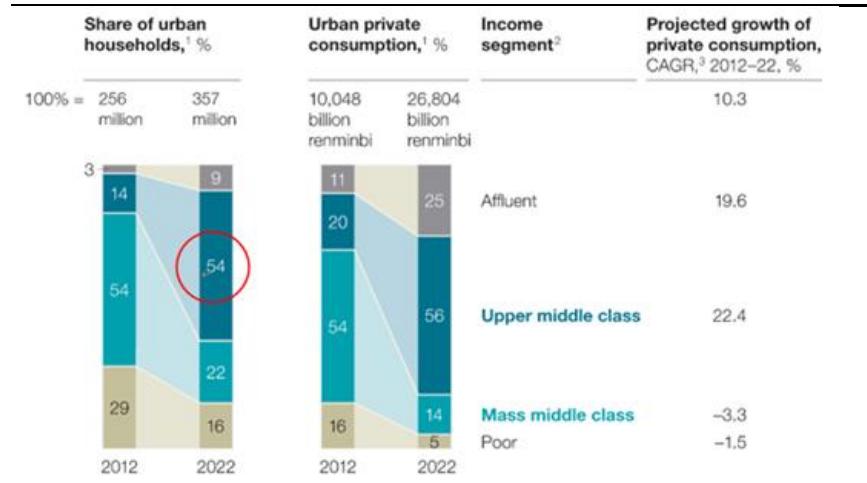
信息化对企业实现降本增效的作用显著。过去企业降低成本的主要方式是寻找更廉价的原材料、加工厂以及劳动力，提高营收的主要方式是扩大资源投入规模，对企业信息化需求意识不强，但随着我国GDP增速由高速向中速转变，人口红利逐步消失、劳动力成本逐年提高，依靠低成本的资源要素投入这种粗放发展模式难以为继，因此未来精细化管理将成为企业降低成本和提高营收的关键。借助互联网和现代信息网络技术对外强

化产业链协同，对内提高业务协同效率，从而实现降本增效、提升企业竞争力的目标。以某大型煤焦化工企业集团为例，通过信息化建设，集团人均劳效从 2010 年 244 万元提升至 2016 年 642 万元，提升 163%；焦炭产能翻六倍的同时，员工数从 8114 人降至 5568 人，降低 35%；通过制度流程标准化，工时节省 66000 小时/年；以航天八院下属总装厂为例，通过信息化建设，产能提升 15%、库存下降 22%、制造成本降低 10%、计划按期完成率提高 25%。以上案例可见信息化对企业实现降本增效的目标，效果显著。

1.2.2 消费升级倒逼企业转型升级

消费升级倒逼供应商重视高质量和个性化定制。中国中产阶级正在崛起，麦肯锡数据显示，2012 年 54% 的中国城镇家庭属于中产阶级（家庭年收入 9000-16000 美元，预计到 2022 年将有 54% 的城镇家庭进入“上中产”行列（家庭年收入 16000-34000 美元），中产阶级的崛起将持续驱动我国消费升级。另一方面，消费升级伴随的是消费者从价格敏感向品质敏感转变，因此产品质量提高是关键环节；同时消费升级还伴随着消费者从注重实用向追求精神转变，因此产品个性化将是趋势。我们认为，中产消费群体崛起和消费升级，将对产品供应商造成巨大影响，过去供应商只需生产统一的产品，再卖给所有消费者，未来趋势是供应商在生产前会收到消费者的个性化需求订单，再根据订单生产不同类型的高质量产品。个性化定制化和高质量化将是未来公司产品的核心竞争力。

图表 8：中国城镇家庭的各层次数量的占比情况



资料来源：麦肯锡，东吴证券研究所

柔性化生产线将成为制造业升级新增需求。过去依靠人工或简单信息化设备，已难以完成高质量和个性化的制作，加大信息化投入、提升工厂的自动化和智能化水平是必然选择，包括安装智能驱动器和传感器数量使得生产设备具有智能特性、实施安装信息化软件使得数据驱动制造成为现实。为了适应消费者个性化需求，生产商需要在产能、设计、制造、销售等各环节，实现动态资源配置，因此以多品种、小批量为特性的柔性化生产线制造将成为生产商的新增需求。

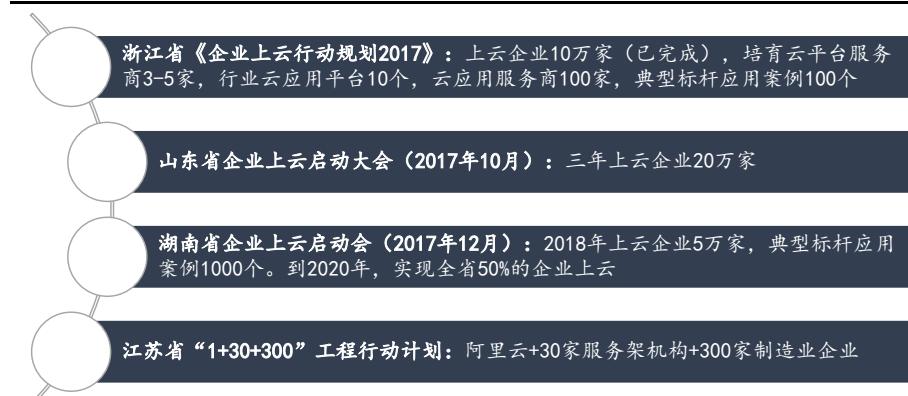
1.3 构建数字经济，国家顶层战略推动企业上云

构建数字经济是我国顶层战略。数字经济，指以使用数字化的知识和信息作为关键生产要素、以现代信息网络作为重要载体、以信息通信技术的有效使用作为效率提升和经济结构优化的重要推动力的一系列经济活动。作为一种新的经济形态，数字经济是全球经济增长日益重要的驱动力。“构建以数据为关键要素的数字经济，推动实体经济和数字经济融合发展”，是我国未来经济发展的顶层思路之一。

制造业是数字经济主战场，重磅政策下发推动制造业加快转型步伐。我国明确提出“高度重视发展壮大实体经济，抓实体经济一定要抓好制造业”，为了推动实体经济和数字经济融合发展，制造业将是数字经济的主战场。自 2015 年以来，我国先后发布《中国制造 2025》、《深化制造业与互联网融合发展的指导意见》、《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》等重磅文件，推动我国制造业加快转型步伐。

企业数据是数字经济关键一环，省级统筹规划企业上云相继落地。获取并融合企业数据是构建数字经济的前提，推动企业上云便是获取并融合数据的最有效方式，为数据驱动商业奠定基础。因此，2017 年以来，浙江、山东、湖南等省份相继推出企业上云规划，如浙江省《“企业上云”行动计划(2017)》、山东三年将推动 20 万家企业上云等、湖南省 2018 年计划上云企业达 5 万家，我们认为后续将会有更多省份以统筹的方式落地企业上云。以浙江省为例，2017 年 4 月发布《“企业上云”行动计划 (2017 年)》，确定了 2017 年全省新增上云企业 10 万家，培育国内领先的云平台服务商 3-5 家、行业云应用平台 10 个、云应用服务商 100 家，形成典型标杆应用案例 100 个。截止 10 月底，10 万家企业上云已完成。

图表 9：浙江、山东、湖南、江苏省的企业上云规划



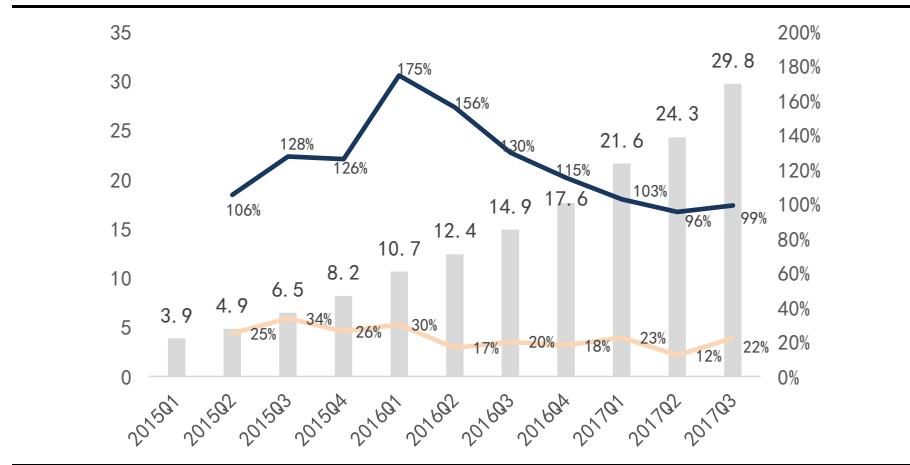
资料来源：浙江省经信委官网等，东吴证券研究所整理

1.4 IaaS 爆发奠定 SaaS 基础，财报验证 IT 新支出高增长

底层 IaaS 的成熟，推动 SaaS 的崛起。参考美国市场，随着亚马逊等 IaaS 厂商的云服务成熟，推动了美国包括 Salesforce、Netsuite、Workday 等在内的 SaaS 厂商快速发展。现阶段国内 IaaS 厂商已迈过能满足 SaaS 厂商需求的门槛，进入快速发展期，以阿里云为例，其营收自 2015Q1 以

来已经连续十个季度同比增长 90%以上，预计 2017 年营收有望突破 100 亿元。因此，我们认为随着以阿里云、华为云为代表的 IaaS 厂商高速增长，为国内 SaaS 崛起奠定良好基础。

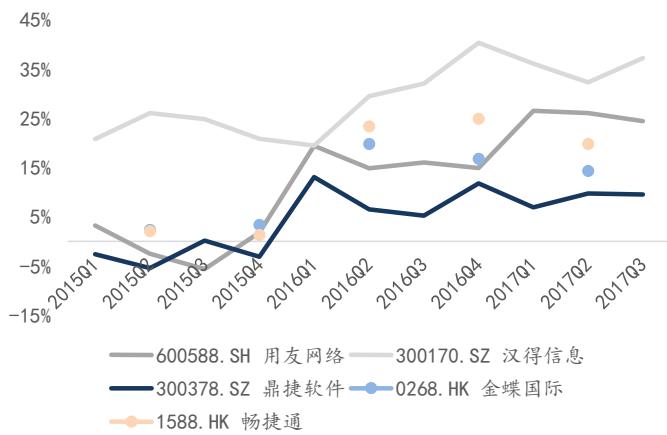
图表 10：2015Q1-2017Q3 阿里云单季度营收（亿元）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

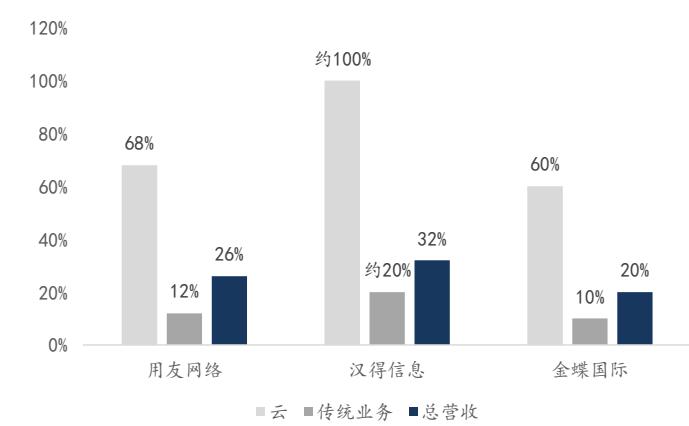
财报验证企业信息化的增长主要来自企业 IT 新支出。自 2016 年 Q1 开始，用友、汉得、金蝶、鼎捷等企业服务公司营收增速明显提升一个台阶，同期我国规模以上工业企业利润总额（月，累计值）同比增速由负变正，2017 年该指标同比增速达到 20-30%。表面上看，本轮企业信息化投入似乎来自宏观经济回暖后企业信息化开支的增加，但如果我们将拆分这些公司的增长，则可以发现收入增长的贡献主要来自云、智能制造、增值金融服务等新业务的带动，而不是传统老业务。所以，本轮企业信息化开支增加的本源推动力不是经济回暖，而是技术升级和业务升级需求推动的增长。这种投入更多是来自企业 IT 的新支出，受宏观经济周期影响不大，因此持续性会更强。

图表 11：企业服务类公司的营收增速



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 12：2017H1 各公司新老业务增速情况



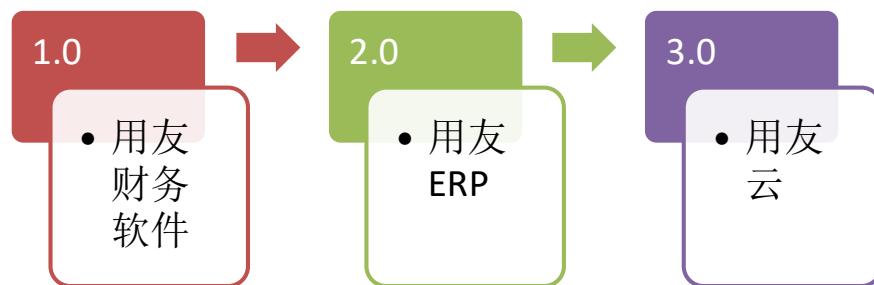
资料来源：Wind, 东吴证券研究所

1.5 两步走战略清晰，用友迎来 3.0 转型机遇

用友进入 3.0 发展阶段。用友 1988 年从财务软件起航，普及财务软

件的应用，是用友发展的 1.0 时代；1998 年开始进入企业管理软件与服务领域，为中国及亚太地区提供 ERP 软件、集团管理软件、人力资源管理软件、客户关系管理软件、小型企业管理软件、财政及行政事业单位管理软件、汽车行业管理软件、烟草行业管理软件、内部审计软件及服务，是用友发展的 2.0 时代。现在，用友基于移动互联网、云计算、大数据、人工智能、物联网、区块链的新一代企业计算技术，形成了以“软件、云服务、金融”为三大核心业务的企业互联网服务，业务领域从之前的企业管理扩展到业务运营和企业金融，服务层级从企业级走向社会级，是用友发展的 3.0 时代。

图表 13：用友进入 3.0 的发展阶段



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3.0 转型两步走战略清晰。1、第一步：由软件公司向云服务公司转型。这是公司现在及未来几年的最重要战略。通过第一步转型，公司以售卖软件为主的商业模式将逐步转变为运营服务为主的商业模式，不仅打开所处行业的市场空间（企业软件云化后的空间规模至少千亿级，远大于目前几百亿的规模），也为公司第二步转型奠定基础。2、第二步：云服务公司向企业数据公司转型。转型第一步将搭建企业服务生态圈，成为企业数据的汇聚平台。未来基于大数据分析的企业业务运营和管理运营是必然趋势，同时基于经营数据的金融服务也有望解决中小企业融资难的问题。目前公司已系统布局了银行、保险、征信、支付等技能牌照，并与大型银行如工商银行等战略合作积极探讨基于大数据分析的供应链金融，为后续打造基于企业大数据分析的金融一体化服务奠定基础。

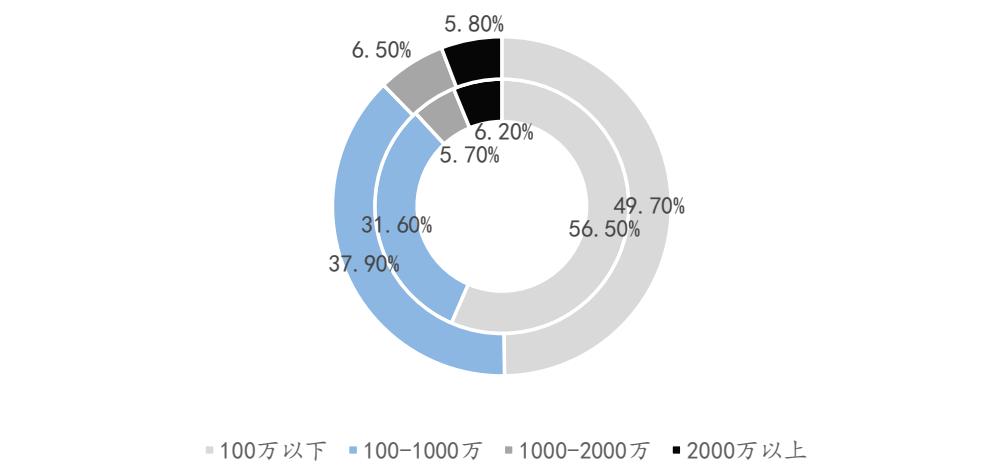
2 企业互联网龙头崛起，财务指标验证拐点已至

2.1 企业软件云化空间更大，保守测算至少千亿级

保守测算企业软件云化空间千亿级。企业软件 SaaS 化后，尽管从绝对数值看每家企业的服务费降幅明显，但由于大幅降低使用门槛，将激发我国数千万长尾中小企业需求，另一方面商业模式将从软件售卖向服务转变，给企业客户提供增值服务的可能性变大。根据国家工商总局数据，2015

年我国企业年营收规模 100 万以下、100-1000 万、1000-2000 万、2000 万以上的比例分别为 49.7%、37.9%、6.5%、5.8%。2016 年我国企业数量 2596 万户，即便只考虑年营收规模大于 1000 万以上的企业使用（按 2015 年的比例计算，319 万户），按每家企业客户每年服务费 5 万元计算，市场规模已达 1595 亿元，远高于目前国内传统 ERP 软件两三百亿的规模。若考虑更高的渗透率以及后续增值服务导致更高的年服务费，市场空间将更大。

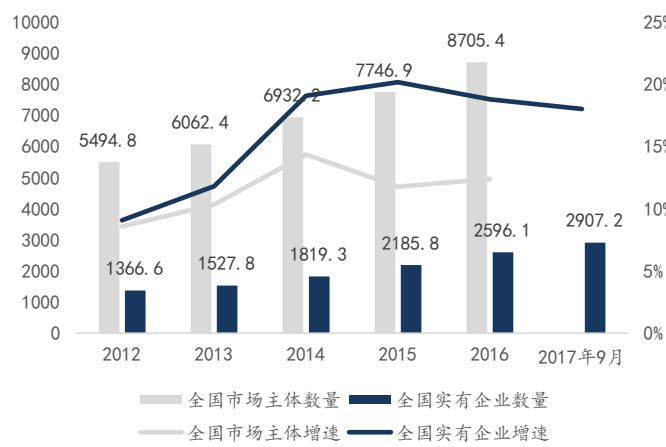
图表 14：我国不同营收规模的企业占比（外环为 2015 年底，内环为 2010 年底）



资料来源：国家工商总局，东吴证券研究所

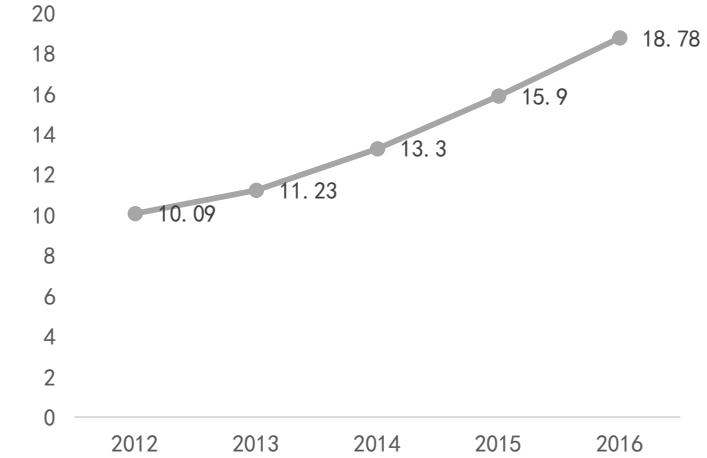
我国企业数量仍有较大提升空间。根据国家工商总局数据，我国企业数量从 2012 年 1367 万户，增长至 2016 年 2596 万户，年复合增速 17.4%。按 2016 年底人口数（13.83 亿人）计算，2016 年底我国每千人拥有企业数量为 18.78 户，过去 5 年每年仍以 18.7% 的速度增长，我国企业数量还有较大提升空间。中国企业数量保持着旺盛的增长势头，使得企业服务市场规模得以持续扩大。

图表 15：我国市场主体和实有企业数量及增速（万户）



资料来源：国家工商总局，东吴证券研究所

图表 16：我国每千人拥有企业数量

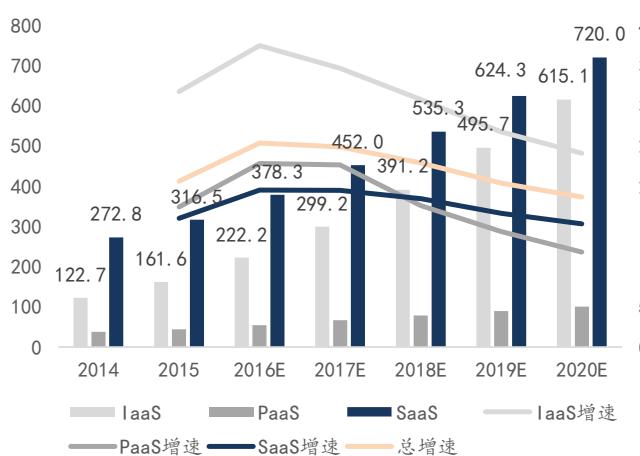


资料来源：国家工商总局，东吴证券研究所

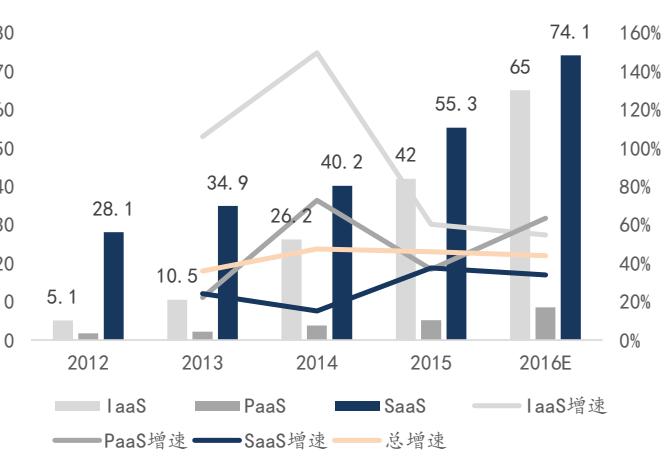
我国 SaaS 呈现加速增长态势。根据中国信通院数据：2015 年，全球云计算市场规模 522.4 亿美元，其中 IaaS 市场规模达 161.6 亿美元，增速

31.8%；SaaS 市场规模 316.5 亿美元，增速 16.0%，预计 2020 年全球云计算市场规模将达到 1435.3 亿美元，年复合增长率达 22%。2015 年我国公有云市场整体规模约 102.4 亿元（增速 45.8%），其中 IaaS 市场规模达 42.0 亿元，增速 60.3%；SaaS 市场规模 55.3 亿元，增速 37.6%，并且我国将近 70% 客户使用的 SaaS 是云邮箱、统一通信平台等基础通讯软件服务，大多数为免费服务，采用 ERP、CRM 等真正意义上 SaaS 服务用的户低于 50%。作为世界第二大经济体，未来我国 SaaS 发展空间广阔。在经历 IaaS 的高速发展后，国内 SaaS 需求有望扩展至管理领域，实现加速增长。

图表 17：全球公有云市场规模（亿美元）



图表 18：我国公有云市场规模（亿元）



资料来源：中国信通院，东吴证券研究所

资料来源：中国信通院，东吴证券研究所

2.2 重磅产品相继发布，三种方式加快企业上云

2.2.1 相继发布重磅产品，打造完善云产品体系

发布 U8 cloud 驱动云业务快速增长。2017 年 8 月底，公司针对中等规模的成长性、创新性企业的 ERP 产品 U8 的云化版本 U8 cloud 正式对外发布销售。目前，U8 cloud 与公司和合作伙伴的产品实现融合，同时全在线化提供便捷购买体验。此外，U8 cloud 与阿里、华为达成合作，并加大全国销售力度。2018 年，U8 cloud 迎来第一个全年销售年，有望驱动公司云业务收入快速增长。

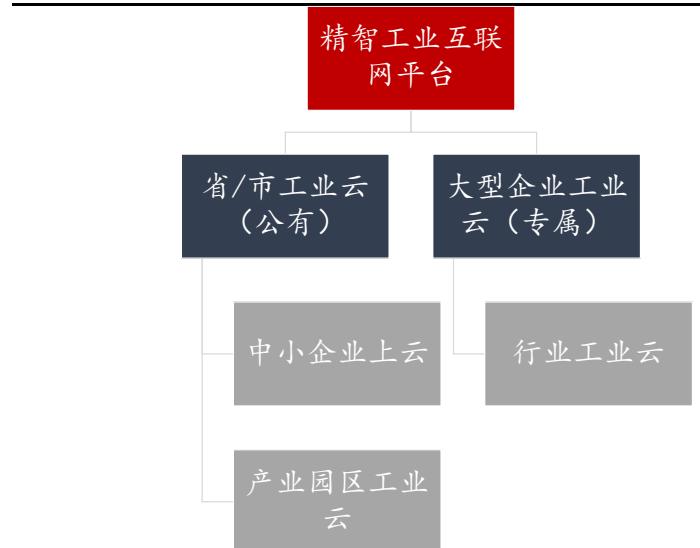
图表 19：U8 cloud 产品架构



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

发布精智工业互联网平台，有望成为国家级的工业互联网平台。2017年8月，公司正式发布精智工业互联网平台，该平台是基于工业视角的用友云。精智将为政府和大型企业提供服务，一方面帮助大型企业建立专属云，将企业行业特色应用整合到云平台后，大型企业的专属云也可以扩展为行业工业云，为行业内其他企业提供云服务；另一方面，与政府合作，帮助政府建立省/市区域的公有工业云，为区域内的产业园区中小企业提供公有云服务，以及为产业园区提供工业云服务。目前，用友工业云已签约了鞍钢、旗滨玻璃、深圳特发、大亚圣象、江铜集团、山西大土河焦化、中国铝业等大型集团客户。2017年12月20日，工信部网站发布“第一批智能制造系统解决方案供应商推荐目录的通知”，用友成为23家中的其中之一。我们认为，精智有能力和资质成为国家扶持的工业互联网平台。

图表 20：精智工业互联网平台提供的服务

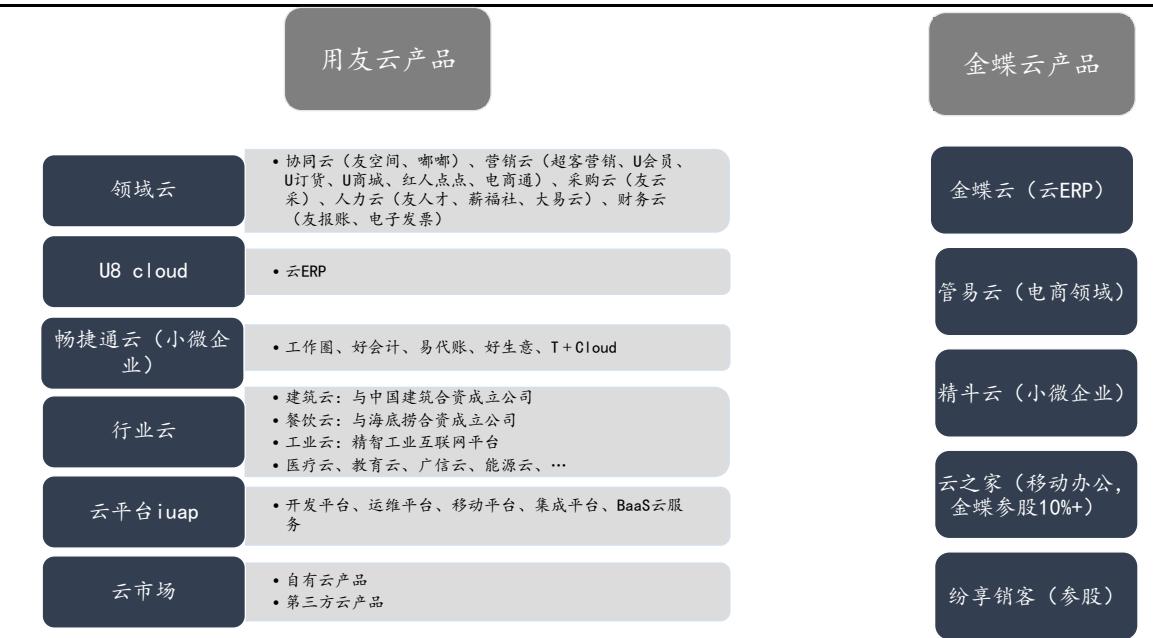


资料来源：公司官微，东吴证券研究所

不同规模企业的需求差异呼唤分层次的云化产品。不同规模的企业对

云产品需求有所不同，大型企业 ERP 系统过于复杂，定制化需求高，短期不太可能转变成云化 ERP，尤其是公有云 ERP，部分容易云化或新增的偏互联网应用的模块的云产品只是起到补充作用；中型企业天然具备由传统 ERP 向云 ERP 的转化意愿，同时中型企业的管理要求不像大型企业那样复杂，云化版 ERP 可以满足中型企业的需求；小微企业由于支付能力和需求限制，会只采购部分云模块，甚至希望使用免费产品。

图表 21：用友和金蝶云产品对比



资料来源：公司官网等，东吴证券研究所整理

用友云产品体系更齐全。与大、中、小微企业的需求相适应，用友推出了分层次的云化产品：领域云（作为 ERP 的补充或者新增模块）、U8 cloud（云 ERP，中型企业）、畅捷通云（小微企业）。此外，针对部分垂直行业的特殊需求，需要做一些行业化的定制工作，同时可以将标杆性公司的管理经验推广到行业伙伴，用友相应推出了行业云（包括餐饮云、建筑云、工业云、医疗云等多个行业等）。同时，为了更好满足企业管理全方面的需求，企业服务走向生态化将是趋势，能帮助开发者和合作伙伴快速构建企业应用服务的云 PaaS 平台，将显得十分关键。针对以上特性，用友推出了 PaaS 平台 iuap、云市场。对比金蝶，用友云产品体系更齐全。

图表 22：用友行业云与领域云示意图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2.2 牵手生态伙伴，三种方式加快上云

牵手合作伙伴，构建完善生态圈。公司意图聚合众多生态伙伴共同打造企业服务云生态，包括，**1、渠道分销伙伴：**2018年这类伙伴发展目标1000家。**2、咨询实施服务伙伴：**包括咨询、实施、服务、运营、培训等。**3、云市场伙伴：**通过入驻API、产品融合、品牌融合等模式展开合作，2017年8月，公司选出首批14家“用友云市场产品与服务融合型伙伴”，融合型伙伴享有更高级别的合作权益，由用友全国客户经营体系推广销售，在业绩考核上与用友自有产品完全一样。**4、云平台开发伙伴：**主要包括API伙伴、培训伙伴、技术伙伴等，2018年计划在全国打造10家省级服务中心，三年内发展200家大中型伙伴及1000家区域中小伙伴。**5、战略伙伴：**各自在业内具有强大市场影响力及营销能力，与用友云技术，资源高度互补，包括阿里、腾讯、华为、百度、联想、滴滴、IBM、intel、微软、oracle等；2018年1月发布和华为云、百度云的战略合作。此外，公司在2018年伙伴大会发布了“鲲鹏计划”，表示预计2018年，入驻用友云市场的伙伴将达到3000家，入驻产品及服务5000个，发布融合型产品及服务50个，伙伴产品及服务销售收入超过1亿；同时，要扶持专属经销商120家，给予他们的销售奖励投入达到2000万，技术服务投入3000万，营销运营服务投入5000万，为生态伙伴投资发展基金配套6个亿。

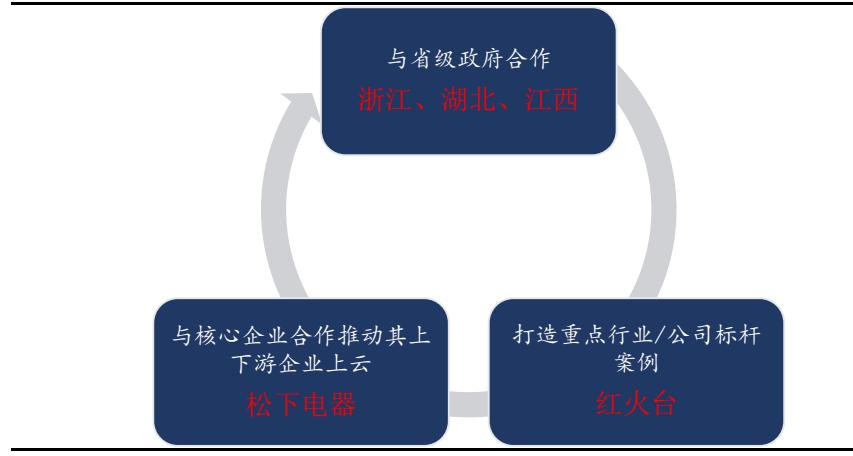
图表 23：用友网络生态合作伙伴



资料来源：公司官微，东吴证券研究所

三种方式加快企业上云。未来几年，公司将处于大力推广云业务阶段，与市场认为的地推模式不同，我们认为公司有望通过三种方式加快企业上云。**1、与省级政府合作：**目前，公司已经与浙江、湖北、江西三个省份签订合作协议，我们认为后续与省级政府的合作模式有望在全国快速复制推广。以湖北省为例，公司和湖北省合作建设湖北省工业云(用友)平台，2018年将为10000家中小企业提供“一站式”信息化云应用服务，其中规模以上工业企业2000家。同时，工业云平台将与湖北楚天云平台(全省统一云基础设施综合服务平台和数据交换枢纽平台)实现数据对接和资源共享。**2、与核心企业合作推动其上下游企业上云：**通过与核心大企业合作，如共同建设供应链管理平台，这必然会推动核心企业上下游公司加快上云步伐。公司已和松下电器、联动天翼签署战略合作协议，共同为企业提供基于云的供应链管理和大数据服务以及相应的供应链金融服务等。**3、打造重点行业/公司标杆案例：**通过与行业内的公司合作，打造垂直行业的标杆案例并快速在该行业进行推广。公司此前和海底捞合资成立红火台，2017年10月红火台正式发布“用友餐饮云HUO-SaaS”的系列SaaS服务，后续将向外推广至除了海底捞以外的餐饮连锁公司。

图表 24：用友三种主要方式加快上云



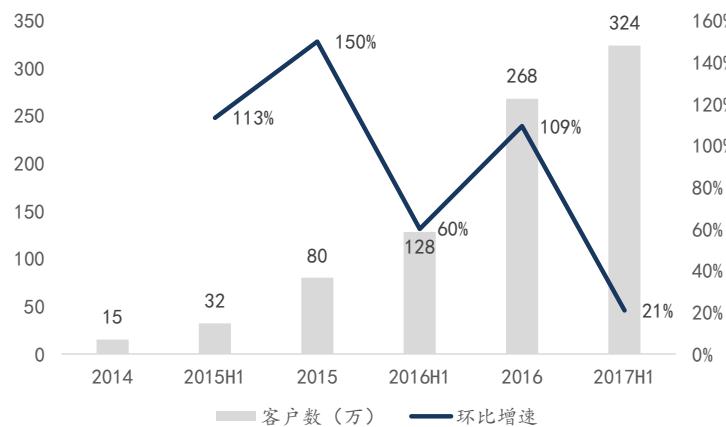
资料来源：东吴证券研究所整理

打造云业务单独事业部，战略地位更明确。2017年初，公司重新调整架构，形成了高端业务、中端及伙伴业务和云业务三个独立事业部，本次调整将过去两年孵化的云业务通过整合内部大多数云产品，成立单独的事业部，云作为公司战略业务地位更明确。

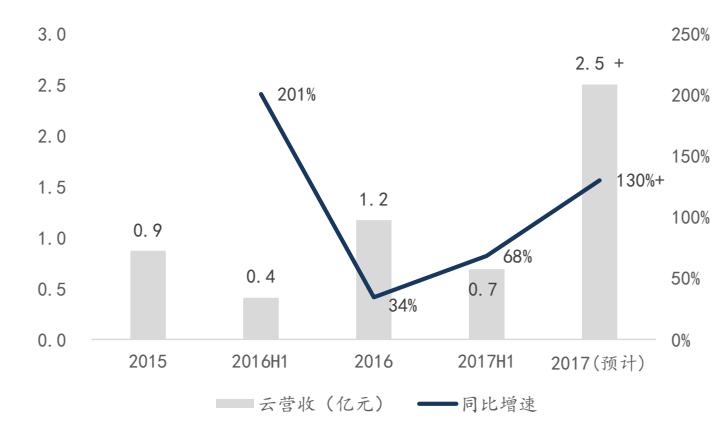
企业客户数量快速上升，云业务营收加速增长。截止2017年三季度，公司云业务服务的企业客户约353万，较2016年年末增长32%；同时云业务收入1.22亿元，同比增长70%，我们预计2017年公司云业务收入将超过2.5亿元，同比增速超过130%，随着重磅产品发布，云业务营收呈加速增长态势。

图表 25：公司企业客户数量及增速

图表 26：公司云业务收入及增速



资料来源：Wind, 东吴证券研究所



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

2.3 优势显著，企业互联网龙头崛起在即

本土传统企业软件厂商竞争优势突出。目前参与国内企业服务的公司主要包括五类：国外传统企业软件厂商（SAP, Oracle 等）、国外 SaaS 厂商（Salesforce 等）、国内互联网公司（阿里，腾讯等）、国内创业 SaaS 厂商（销售易，红圈营销等）、国内传统企业软件厂商（用友、金蝶等）。未来企业服务走向云时代已是大势所趋，通过对比国内这 5 类厂商的优劣势，我们更看好国内传统企业软件厂商。

图表 27：我国企业服务领域参与厂商的优劣势

国外传统企业软件厂商	国外SaaS厂商	国内互联网公司
<ul style="list-style-type: none"> 优势：产品好 劣势：价格贵、客户群体窄 	<ul style="list-style-type: none"> 优势：产品好 劣势：产品“水土不服” 	<ul style="list-style-type: none"> 优势：资金足、资源强 劣势：企业软件基因不足、以抢占企业服务入口为主要目的
国内创业SaaS厂商	国内传统企业软件厂商	
<ul style="list-style-type: none"> 优势：发展灵活、明星效应 劣势：营收体量不大、先发优势不明显、提供的 SaaS 服务有限 	<ul style="list-style-type: none"> 优势：积累经验足、渠道和客户优势强、提供综合性 SaaS 服务 劣势：发展有一定僵化 	

资料来源：东吴证券研究所整理

1、国外软件厂商传统 ERP 优势不再：Oracle、SAP 因其昂贵的产品使得它们多年来一直专注于高端用户客户群，以 Oracle 为例，国内累计企业客户数不到三万家。同时虽然国内公司在传统 ERP 方面落后国际巨头

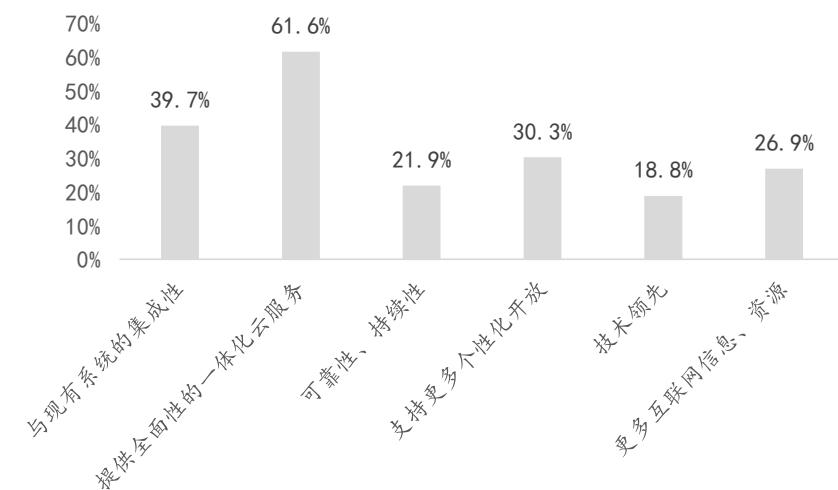
10 多年时间，但在公有云产品方面国内外基本处于同一起跑线上，价格昂贵使得该类厂商拓展至中小客户群有难度，从而很难构建企业服务生态。同时，由于信息安全的问题，在 SaaS 服务差距不大的情况下，本土企业会更倾向选择采用本土厂商。

2、国外 SaaS 厂商水土不服：以 Salesforce 为例，尽管其 CRM 产品风靡全球，但由于我国销售环境、销售体系、销售人员能力与国外差别较大，导致产品核心价值在国内无法充分发挥，造成 Salesforce 在我国出现“水土不服”的现象。

3、国内互联网公司缺乏企业管理基因：尽管国内包括阿里、腾讯，甚至美团、京东等公司纷纷推出企业服务产品，但我们认为，互联网公司不具备做企业软件的基因和能力。以阿里钉钉为例，一方面，它更多是从个人工具的思路出发，而不是从企业管理角度出发，它的主要目的是抢占企业服务入口（因此钉钉在 11 月推出企业服务的硬件产品）；另一方面，它的功能只是简单的聊天、通讯录、文件传输等，对于复杂企业管理应用来说是远远不够的。因此，即便互联网公司抢占了入口，仍需要和优秀的企业软件厂商合作。

4、难以提供综合 SaaS，国内创业 SaaS 厂商的颠覆性被证伪：一方面，创业公司仅做某个领域的云产品，对于下游企业而言，提供全面性和一体化云服务是企业上云考虑的首要因素，因此相对能提供综合性产品的用友和金蝶，SaaS 厂商吸引力不足。另一方面，根据 IDC 数据，2017 年上半年中国 SaaS 规模 5.4 亿美元，相对靠前的创业 SaaS 厂商市场份额仅占 2% 左右，可见“SaaS 将颠覆传统软件厂商”已然成为伪命题，近期纷享销客引入金蝶国际战略投资成为进一步的佐证。

图表 28：一体化云服务和系统集成性是企业上云考虑的首要因素

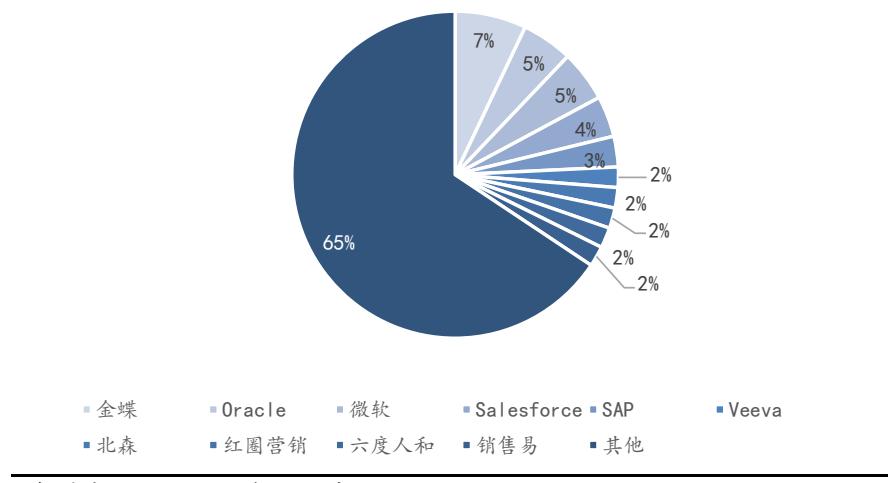


资料来源：公司业务介绍 PPT，东吴证券研究所整理

5、国内传统企业软件厂商崛起：传统企业软件深耕企业服务行业数十年，深谙企业管理痛点，拥有多年积累的产品开发和实施经验，同时拥有良好的销售渠道。我们认为，卡位优势明显的国内传统软件厂商，在未

来几年企业服务快速发展的黄金期，相较于其他竞争厂商，更具有竞争优势。当然，在云时代，能否快速向外营销自己的云产品，保证云产品的稳定性和安全性，聚合更多合作伙伴和产品构建企业服务生态，是该类厂商能否成功的关键。

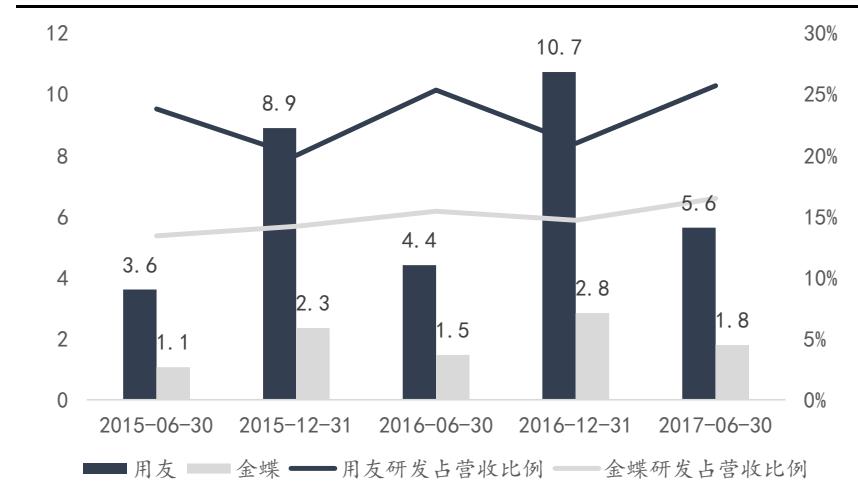
图表 29：2017年上半年我国 SaaS 厂商销售收入占比（共 5.4 亿美元）



资料来源：IDC，东吴证券研究所

相较于国内软件厂商，用友优势显著。除了前面提到的用友云产品体系更全外，我们认为公司还有以下几点优势。**1、每年 10 亿量级的研发投入树立高壁垒：**2016 年公司收入规模 51.1 亿，而行业第二的金蝶国际收入仅 19.3 亿。2015-2016 年用友研发投入金额分别为 8.9、10.7 亿元（其中 15、16 年投向金融和云的金额分别为 8.02 和 10.10 亿元），我们认为，10 亿量级的研发投入规模在未来几年仍将保持（金蝶每年 2-3 亿），令国内其它 ERP 软件厂商难以跟随，持续多年高投入有望帮助公司在未来几年快速拉开与竞争对手的差距。**2、与省级政府合作：**推动企业上云是政府构建数字经济的重要组成部分，省级政府与龙头企业合作统筹推动中小企业上云是切合实际的方式。目前用友已经与湖北、浙江、江西三个省战略合作推动当地企业上云，将大幅缩短线下地推时间，并且减少推广成本，领跑国内。**3、唯一拥有 PaaS 平台 iuap：**作为支撑用友云的 PaaS 平台，iuap 向下适配底层多种 IaaS，向上支撑应用层各种 XaaS，帮助企业客户和合作伙伴快速提高应用上线时间，降低开发和运维成本，这对于构建企业服务生态圈的意义重大。目前在传统软件厂商中，公司是唯一一家拥有 PaaS 平台的公司。**4、生态战略清晰：**基于 PaaS 平台，用友意图打造企业服务生态圈，汇聚各类企业客户和合作伙伴，为贯通企业数据打下基础，从而后续提供以金融为代表的增值服务。而由于其他软件厂商没有 PaaS 平台，因此还不具备打造企业服务生态的能力。

图表 30：用友和金蝶的研发费用(亿元)及占营收比例的对比

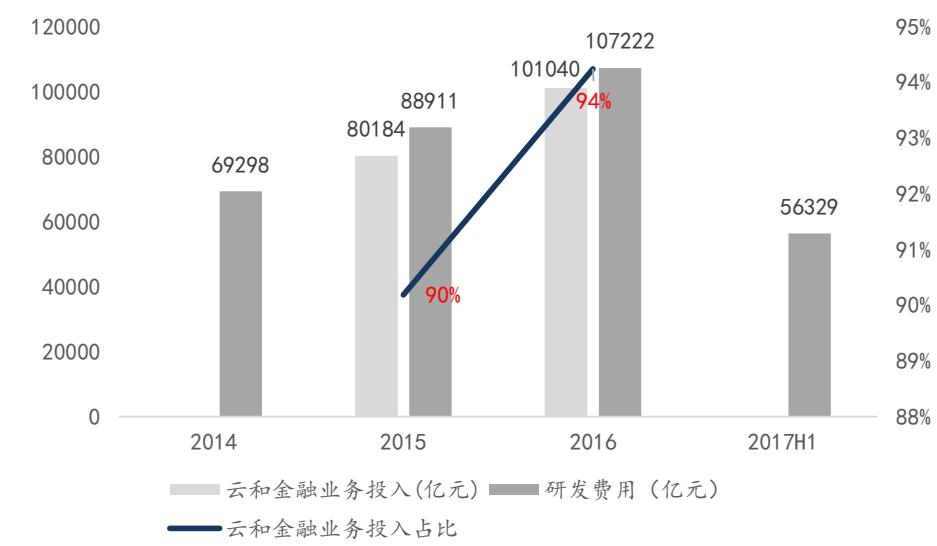


资料来源：Wind, 东吴证券研究所整理

2.4 研发投入高峰已过，多项财务指标迎来拐点

研发三年累计投入超过 20 亿元。过去三年，公司投入重金研发云和金融业务，2015、2016 年公司在云和金融业务上合计分别投入 8.02、10.10 亿元，占当年研发投入的 90%、94%。2017 年上半年，公司研发投入仍高达 5.63 亿元，我们预计大部分仍流向云和金融业务。

图表 31：用友云和金融业务的投入规模



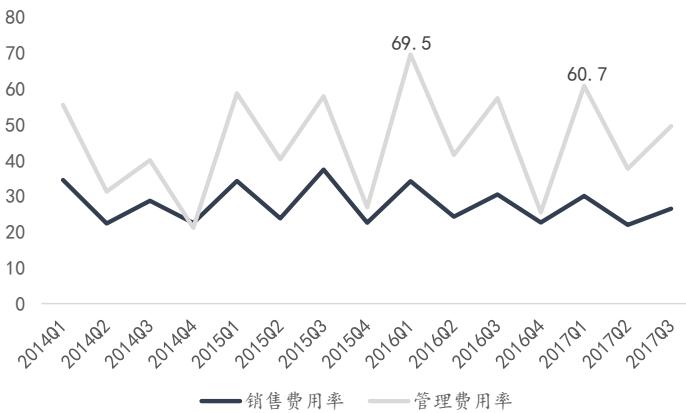
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

云业务营收开始放量，研发进入收获期。截止 2017 年三季报，公司专职从事云业务的人员数量 1890 位，占公司总人数 12.6%。前三季度公司云服务营收 1.22 亿元，同比增长 70.6%，而人员仅增长 24.3%，我们判断 2017 年云业务收入有望超过 4 亿（算上预收款），同时云业务增速将大幅超过人员增长速度，预示着公司新业务的研发进入收获期。

管理和销售费率持续改善，验证公司前期研发投入高峰期已过。2014 年以来公司管理费用率和销售费用率基本呈上升态势持续走高。但 2017Q1 以来，在公司营收保持 20%-30% 增长的基础上，公司管理费用率

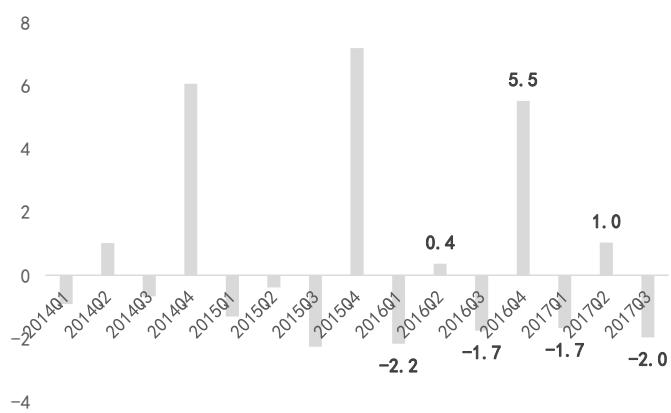
和销售费用率连续三季度同比持续下降，预示着公司前期研发投入高峰期已过。过去三个季度，公司归母净利润亏损同比大幅收窄，若剔除 2017Q3 股权激励成本，第三季度亏损同样进一步收窄。

图表 32：公司单季度管理和销售费用率（%）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

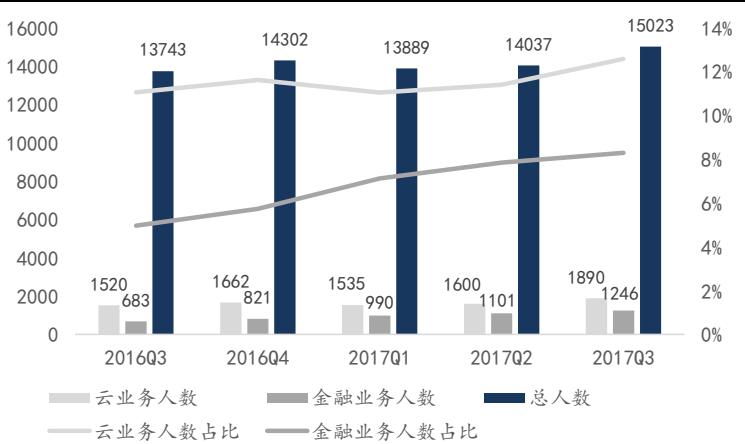
图表 33：公司单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

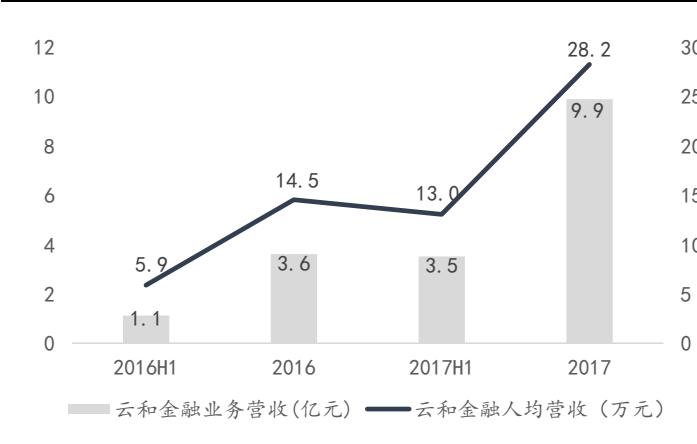
新业务人均产出大幅提升，平台效应开始显现。从 2016 年上半年到 2017 年全年（2016 年上半年和 2017 年全年为预测数据），公司云和金融业务的人均营收大幅增长，其中预计 2017 年全年为 28.2 万元，较 2016 年全年的 14.5 万元，实现将近翻倍增长。非线性的平台效应开始显现，进一步验证前期研发投入进入收获期。

图表 34：公司员工数情况



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

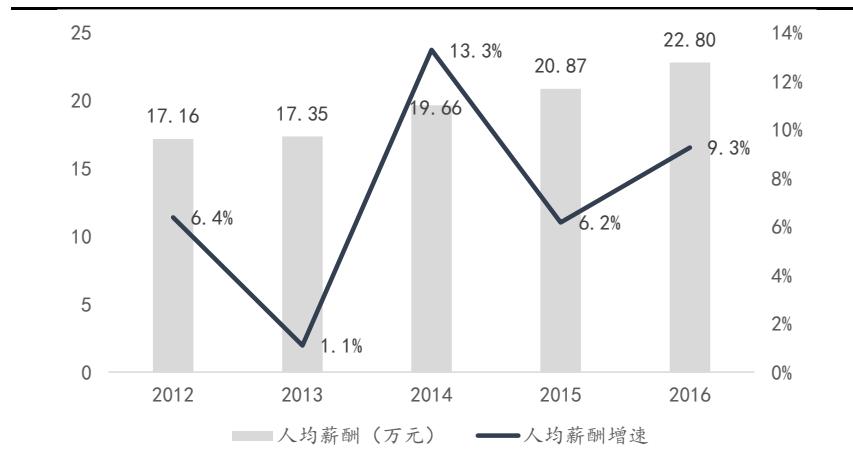
图表 35：用友云和金融业务的营收和人均营收（2016H1 和 2017 全年为预计数据）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

人均薪酬保持平稳自然增长，利润将呈高弹性增长。软件公司的主要成本来自人员的薪酬支出，自 2012 年以来公司人均薪酬基本保持自然增长，员工数保持在 12000-14500 范围内。由于云业务具有平台属性，我们预计未来公司员工人数仅需少量增长或者保持目前水平的情况下，营收有望保持 20%-30% 的增长，在人均薪酬保持 10% 上下自然增长的情况下，公司的净利润有望呈现高弹性的增长。

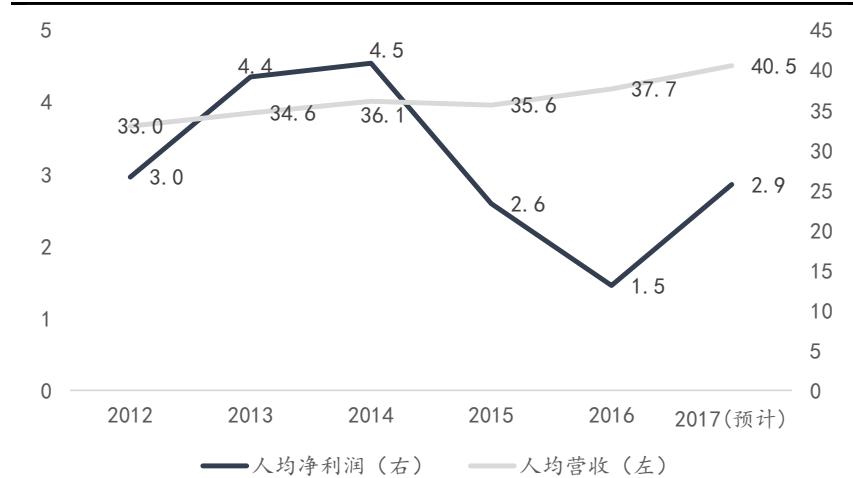
图表 36：公司人均薪酬保持平稳增长



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

人均营收提高趋势加快，人均净利润迎来反转。自 2012 年以来，公司人均营收基本稳定增长，由于云和金融业务继续保持三位数增长的可能性大，随着高增长的新业务占比加大，公司人均营收提高的趋势将进一步加快。由于过去两年大规模的投入，导致公司人均净利润在 2016 年出现低点，在 2017 年公司人员基本不增长情况下，人均净利润将迎来拐点，趋势有望延续。

图表 37：公司人均营收和人均净利润变动情况



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

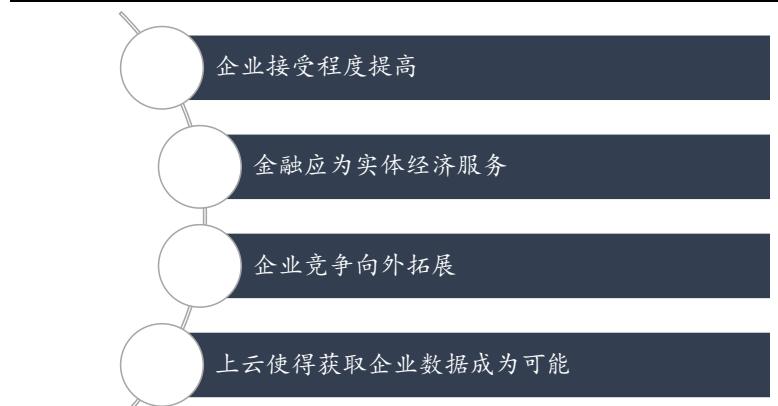
3 转型第二步：数据闭环实现实金融变现

3.1 供应链金融处于爆发风口，用友具备天然卡位优势

供应链金融处于爆发风口。技术驱动的消费互联网金融服务，开启社会大众的新金融思维和理念，促进企业对互联网金融服务的接受程度逐步提高。其次，国家多次强调，金融需要回归本源，防止脱实向虚，为实体经济提供服务，其中供应链金融是金融业服务于实体经济的又一新兴、有

效、直接的工具，尤其对解决中小企业融资难、融资慢、融资贵问题有重大意义。第三，企业之间的竞争已从传统的企业本身业务竞争向外拓展至其供应链的竞争，一旦供应链能力跟不上，很容易在企业竞争中落于下风，而金融服务是供应链体系中的重要组成部分。供应链金融的核心在于企业数据，随着企业上云步伐加快，全方位追踪企业数据成为可能。我们预计，全国超过千万家中小企业有融资需求，融资规模在 10 万亿量级。

图表 38：供应链金融处于爆发风口



资料来源：东吴证券研究所整理

B 端数据集中化，公司卡位优势凸显。公司作为国内企业信息化管理的龙头，构建能够实时对接企业 ERP 系统及上下游信息系统的业务平台是其最大的优势，随着 B 端数据集中化，公司卡位优势凸显。ERP 系统在金融风控中有两大作用，一方面，企业经营、财务等相关数据有助于判断企业的真实经营状况和还款能力；另一方面，有利于将金融服务有机融合到企业场景中，实时了解资金用途、资金流量的动向，从而形成数据生产、使用、再生产的正向循环。未来，公司将通过互联网信息平台链接的商业生态打造社会产业供应链金融生态圈，具体而言，公司作为生态圈中的群体连接者、价值整合者、生态圈主导者，协助各个核心企业打造垂直细分的、拥有成长活力和盈利潜能的独立金融服务，使得金融能真正服务于整个产业链的各类实体企业。

图表 39：供应链金融平台对接资金端和企业 ERP 系统

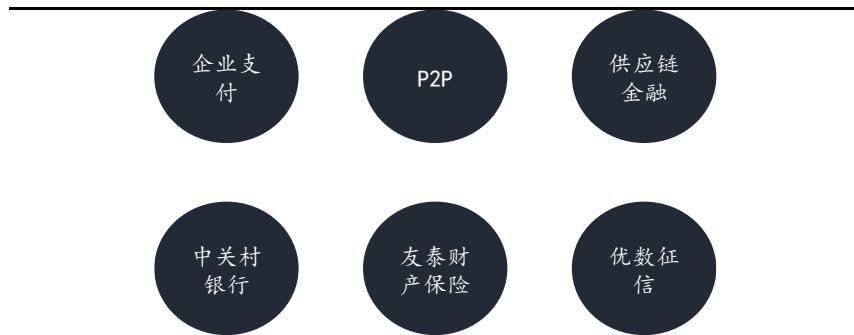


资料来源：东吴证券研究所整理

3.2 全面布局金融业务，实现企业数据闭环完成金融变现

公司系统布局金融业务，打造企业金融一体化服务。除了已经开展的企业支付外，公司先后参与设立银行、保险、征信等公司。北京中关村银行股份有限公司已于 2017 年 7 月开业（出资 11.92 亿元，持有 29.80% 股权，为第一大股东），公司参与的友泰财产保险股份有限公司已经获批，目前筹备工作推进中（出资 2 亿元，持有 20% 股权，为第一大股东），出资 5976 万元受让民太安保险经纪公司 60% 股权，参与设立优数征信公司（公司出资 1500 万元，占比 30%，用友研究所出资占比 70%）。通过全面布局金融业务牌照，打造企业金融一体化服务。

图表 40：用友网络金融业务概况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

实现企业数据闭环，完成金融变现。公司在 B 端数据的卡位优势明显，并且数据的规模和有效性随着公司客户数和客户采用产品数的增多，变得越来越丰富。以此类大数据作为依据，为各类企业客户，尤其是获取金融服务较难的中小企业客户，提供便捷的金融服务，从而实现企业数据闭环，金融变现值得期待！

合作探索企业金融服务，和工行、松下合作落地。2017 年 11 月，公司与工行签署战略合作协议，双方将在企业支付结算、企业理财与供应链金融等领域展开合作。12 月，用友与松下电器和联动天翼签署战略合作协议，共同为企业提供基于云的供应链管理和大数据服务以及相应的供应链金融服务等。通过与工行和松下电器的合作，探索试验企业金融服务。

携手合作伙伴加速布局企业智能云服务。除了金融增值服务，考虑到企业服务应用将从过去流程驱动走向智能驱动时代，结合大数据和人工智能技术公司还可以提供商业智能分析、优化生产产品质量和效率等智能化服务。2018 年用友生态伙伴大会上，公司宣布用友云和百度云达成战略合作，将共同研发企业服务云化及运维，大数据技术应用，深度学习能力部署和应用等技术能力，携手打造新零售、智慧金融、数字营销等领域的合作。

4 盈利预测与投资评级

核心假设：1) 传统软件业务：我们认为，企业信息化将迎来新一轮

发展期，预计 17-19 年传统软件业务增速分别为 12%、11%、11%。**2) 云业务：**云业务是公司最核心的业务，目前基数尚小，考虑 18 年省级合作模式将实际落地，u8 cloud 迎第一个全年销售年，预计 17-19 年增速分别为 220%、150%、100%。**3) 金融业务：**未来公司支付业务和 P2P 业务仍将保持较高的速度，预计 17-19 年增速分别为 160%、70%、50%。综上，预计公司 17-19 年营收分别为 63.31、79.21、100.44 亿元。

盈利预测：预计公司 17-19 年净利润分别为 3.69/5.23/8.80 亿元，EPS 分别为 0.25/0.36/0.60 元，现价对应 90/63/38 倍 PE。

图表 41：2017-2019 年用友网络营业收入预测（亿元）

	2016	2017E	2018E	2019E
传统软件	47.53	53.23	59.09	65.59
增速	11%	12%	11%	11%
云业务	1.17	3.74	9.35	18.70
增速	34%	220%	150%	100%
金融业务	2.44	6.34	10.77	16.16
增速	201%	160%	70%	50%
收入合计	51.13	63.31	79.21	100.44
增速	15.0%	23.8%	25.1%	26.8%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

参考国外：传统软件公司转型成功后净利润增长明显，处于转型过程中公司营收和净利润均下降明显。国外 SaaS 公司大概可以分成两类，传统软件转型（adobe、autodesk，其中 adobe 代表转型成功，autodesk 正处于转型中）、SaaS 公司（salesforce、workday、servicenow，其中 salesforce 代表已盈利的成熟 saas 公司，后两者代表还未盈利的 saas 公司）。可以发现，只有正处于转型的 autodesk 过去两年营收增速下降，其余公司均呈现较高速增长，包括 salesforce 仍有 25% 的增速。转型成功的 adobe 过去两年净利润由 6.3 亿元增至 16.9 亿美元，正在转型过程中的 autodesk 不仅营收下降，净利润也呈快速下降趋势。除了 salesforce，其余公司的 PS 均处于 12-14 倍范围内。

图表 42：国外 SaaS 代表性公司的估值情况（数据截止到 2018 年 1 月 26 日）（单位：亿美元）

公司	营收				净利润			市值	PS (TTM)	涨幅（自 2016 年以来）
	2014	2015	2016	复合增速	2014	2015	2016			
salesforce	53.7	66.7	83.9	25.0%	-2.6	-0.5	1.8	821.3	8.2	45%
servicenow	6.8	10.1	13.9	42.7%	-1.8	-2.0	-4.5	258.6	14.2	73%
workday	7.9	11.6	15.7	41.1%	-2.5	-2.9	-4.1	249.5	12.3	--
adobe	48.0	58.5	73.0	23.4%	6.3	11.7	16.9	989.5	13.4	29%
autodesk	25.1	25.0	20.3	-10.1%	0.8	-3.3	-5.8	259.4	13.1	4%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

继续予以“买入”评级。云和金融服务业务与传统业务在发展阶段和盈利模式上差异较大，考虑海外可比公司 PS12-14 倍，分部估值后传统 ERP 业务 PE 对应 18 年 20 倍左右。由于云和金融服务业务与传统业务在发展

阶段和盈利模式上差异较大，分部估值后传统 ERP 业务 PE 对应 18 年仅 20 倍左右。公司系列云产品已在 2017 年陆续发布，研发/产出高峰在 2017 年三季报财务指标已现拐点，考虑云和金融服务的高速增长，维持“买入”评级。

图表 43：国内企业服务行业代表性公司的估值情况（数据截止到 2018 年 1 月 26 日）

代码	公司	EPS			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300378.SZ	鼎捷软件	0.27	0.37	0.48	50	36	27
603039.SH	泛微网络	1.25	1.66	2.17	58	43	33
0268.HK	金蝶国际	0.08	0.11	0.14	63	49	37
		平均估值			57	43	32

资料来源：Wind，东吴证券研究所（上述数据均来自于 wind 一致预期）

5 风险提示

1、云业务发展不及预期。云业务作为公司未来全力发展的业务，对公司估值和业绩的提升均具有重要意义。在云市场竞争激烈的背景下，公司面临着产品研发不利、市场需求不足的风险。

2、互联网金融存政策风险。互联网金融行业处于严监管态势，未来存在政策风险。

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7458.9	7896.8	9006.4	10270.2	营业收入	5113.3	6330.7	7920.7	10044.2
现金	4546.0	4515.6	4729.3	4880.7	营业成本	1603.6	2099.2	2593.1	3048.4
应收款项	1823.1	2309.6	2819.0	3619.5	营业税金及附加	72.8	88.6	110.9	140.6
存货	34.6	36.2	46.0	53.3	营业费用	1313.1	1614.3	1980.2	2511.0
其他	1055.2	1035.4	1412.1	1716.7	管理费用	2030.9	2266.4	2772.3	3515.5
非流动资产	4696.2	4768.6	4661.6	4541.0	财务费用	76.1	156.6	157.3	147.4
长期股权投资	200.3	233.1	266.0	298.8	投资净收益	51.5	116.1	83.8	99.9
固定资产	2178.1	2280.6	2203.6	2113.1	其他	-119.7	-116.7	-118.2	-117.5
无形资产	629.0	566.1	503.2	440.3	营业利润	-51.4	105.0	272.6	663.6
其他	1688.8	1688.8	1688.8	1688.8	营业外净收支	346.9	377.8	396.3	426.7
资产总计	12155.1	12665.4	13668.0	14811.3	利润总额	295.5	482.7	668.9	1090.3
流动负债	5459.5	5732.6	6410.6	7053.5	所得税费用	51.3	72.4	100.3	163.5
短期借款	2465.8	2600.0	2500.0	2300.0	少数股东损益	46.8	41.0	45.5	46.3
应付账款	436.0	568.6	690.0	818.4	归属母公司净利润	197.4	369.3	523.1	880.4
其他	2557.7	2564.1	3220.6	3935.0					
非流动负债	307.3	326.9	353.6	376.7	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	5766.7	6059.5	6764.2	7430.2	摊薄每股收益(元)	0.13	0.25	0.36	0.60
少数股东权益	700.3	733.1	769.5	806.6	每股净资产(元)	3.88	4.01	4.19	4.49
归属母公司股东权益	5688.1	5872.8	6134.3	6574.5	发行在外股份(百万股)	1464.3	1464.2	1464.2	1464.2
负债和股东权益总计	12155.1	12665.4	13668.0	14811.3	ROE(%)	3.5%	6.3%	8.5%	13.4%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	68.6%	66.8%	67.3%	69.6%
经营活动现金流	887.1	337.1	859.9	1078.6	销售净利率(%)	4.8%	6.5%	7.2%	9.2%
投资活动现金流	-531.0	-317.0	-284.7	-287.1	资产负债率(%)	47.4%	47.8%	49.5%	50.2%
筹资活动现金流	-22.0	-50.4	-361.5	-640.2	收入增长率(%)	14.9%	23.8%	25.1%	26.8%
现金净增加额	324.0	-30.4	213.7	151.3	净利润增长率(%)	-39.0%	87.1%	41.6%	68.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理（股本减少的原因：2017年股票回购注销）

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>