

乘企业上云东风，工业互联网打开成长新空间、再造龙头

——工业互联网与智能制造 IT 系列报告之二

公司深度研究

◆ “软件+云服务+金融”战略持续推进，公司竞争优势突出

公司专注企业服务领域 30 年，经历了部门级应用财务软件、ERP 两个阶段，成长为国内企业 ERP 龙头。公司 2016 年进入 3.0 时期，“软件+云服务+金融”三大业务有序发展。2017Q1-Q3 公司云服务同比增长 70.6%、金融服务同比增长 222.4%。

◆ 国家意志与产业需求叠加，政策频发推动企业上云

(1) 国家意志：中央到地方政策频发，大力推动“企业上云”。工信部 2017 年提出建设 10 家左右的国家级工业互联网平台，浙、苏、鲁、滇等省提出明确到数字的“企业上云”。2018 年 2 月，经国家制造强国建设领导小组会议审议，决定在国家制造强国建设领导小组下设立工业互联网专项工作组。

(2) 企业上云重要背景：金税三期已全面上线，全年监管企业逃税漏税。

(3) 产业需求：从 IT 时代进入 DT 时代，云计算助力企业数字化转型

(4) 企业上云国际启示：成功案例在望，SAP 等转云树立了标杆。

◆ 受益工业互联网崛起，2018 年是用友云业务关键之年

(1) 工业互联网崛起，加速制造业转型升级。(2) 用友作为行业龙头，具有客户、平台、技术、应用四大优势。(3) 用友云业务全面覆盖企业需求，用友工业互联网平台打造一体化智能制造解决方案。(4) 省级合作加速推动企业上云，2018 年是公司云业务关键之年。

◆ 金融业务是公司业务生态中一环，实现信息与资金流融合

公司金融服务包括企业支付、互联网金融、供应链金融等，形成四大应用产品系列；与中关村银行、工商银行紧密合作。

◆ 投资建议

预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 3.68、6.06 和 7.64 亿元，EPS 分别为 0.25、0.41 和 0.52 元，维持“推荐”评级。

◆ 催化剂：企业上云进度加快；工业互联网新的政策出台；政策落地加速

◆ 风险提示：企业上云进展、政策落地进展、业绩不达预期风险；竞争加剧

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4451	5,113	6,067	7,324	8,829
增长率(%)	1.8	14.9	18.6	20.7	20.5
净利润(百万元)	323.7	197	368	606	764
增长率(%)	-41.2	-39.0	86.3	64.9	25.9
毛利率(%)	67.9	68.6	68.5	68.7	69.0
净利率(%)	7.3	3.9	6.1	8.3	8.7
ROE(%)	5.7	3.8	5.9	9.3	10.9
EPS(摊薄/元)	0.22	0.13	0.25	0.41	0.52
P/E(倍)	95.52	156.7	84.1	51.0	40.5
P/B(倍)	5.60	5.4	5.3	5.0	4.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（维持评级）

分析师

田杰华 (执业证书编号：S0280517050001)
tianjehua@xsdzq.cn

联系人

谌普江
chenpujiang@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.02.23

收盘价(元)：	29.77
总股本(亿股)：	14.64
总市值(亿元)：	435.9
近 3 月换手率：	48.86%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	44.93	37.83	39.06
绝对	37.82	37.06	56.27

相关研报

业绩预告增长 70-100%，用友 3.0 战略持续推进

2018-01-30

与联通强强联合，共筑企业数字经济新生态

2017-12-25

控股民太安保险经纪，金融服务业务版图再扩张

2017-12-18

与浙江省战略合作助力企业上云，用友云省级合作加速落地

2017-12-12

携手湖北省建设工业云平台，助力推动“万企上云”

2017-12-11

投资要件

关键假设

1. 公司 ERP 龙头地位进一步巩固，软件业务稳定成长；
2. 企业云服务需求快速增长，企业上云的渗透率有望得到进一步提升；
3. 公司企业金融业务保持稳健成长；

我们区别于市场的观点

1. 市场一些观点认为，公司传统业务很难增长。

我们分析认为，公司是国内管理软件的龙头，具有显著的市场优势，受益于中国企业成长对管理信息化的需求提升和 ERP 等国产化政策扶持，公司传统软件业务将维持一定增速；

2. 市场一些观点认为，公司转型云计算难度很大，对公司云业务成功的可能性质疑声较多。

我们分析认为，公司作为国内 ERP 软件行业龙头，具有客户、平台、技术、应用四大优势，具有较强的客户黏性，同时受益于国家积极推动“企业上云”政策；而从产业层面来看，国外 SAP 等企业成功转型云服务为公司树立了成功的案例。因此，综合来看，公司转型云计算战略成功可能性大。

3. 市场一些观点对公司金融业务表示不理解，不看好。

我们分析认为，金融业务是公司业务生态中一环，公司在 ERP 等业务领域积累了大量的客户，公司与银行合作探索企业金融服务新模式，能够实现信息流和资金流的融合。

股价上涨的催化因素

企业上云进度加快；工业互联网新的政策出台；政策落地加速

估值和目标价格

预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 3.68、6.06 和 7.64 亿元，EPS 分别为 0.25、0.41 和 0.52 元，维持“推荐”评级。

投资风险

企业上云进展、政策落地进展、业绩不达预期风险；竞争加剧

目 录

1、“软件+云服务+金融”战略持续推进，竞争优势突出.....	4
1.1、国内 ERP 龙头，“软件+云服务+金融”战略持续推进.....	4
1.2、股权治理结构完善，行业客户和战略伙伴广泛.....	4
1.3、云和金融服务等新业务快速成长，竞争优势突出.....	5
2、国家意志与产业需求叠加，政策频发推动企业上云.....	7
2.1、国家意志：从中央到地方政策频发，大力推动“企业上云”.....	7
2.2、企业上云重要背景：金税三期已全面上线，全年监管企业逃税漏税.....	11
2.3、产业需求：从 IT 时代进入 DT 时代，云计算助力企业数字化转型.....	12
2.4、企业上云国际启示：成功案例在望，SAP 等转云树立了标杆.....	14
3、受益工业互联网崛起，2018 年是用友云业务关键之年.....	20
3.1、工业互联网崛起，加速制造业转型升级.....	20
3.2、为什么是用友？——龙头！客户、平台、技术、应用四大优势.....	20
3.3、用友云业务全面覆盖企业需求，用友工业互联网平台打造一体化智能制造解决方案.....	21
3.4、省级合作加速推动企业上云，2018 年是公司云业务关键之年.....	25
4、金融业务是公司业务生态中一环，实现信息与资金流融合.....	27
4.1、金融服务包括企业支付、互联网金融、供应链金融等，业务实现快速增长.....	27
4.2、四大应用产品系列服务金融企业及企业金融，与中关村银行、工商银行紧密合作.....	29
5、投资建议.....	30
6、风险提示.....	30
附：财务预测摘要.....	31
图表目录.....	32

1、“软件+云服务+金融”战略持续推进，竞争优势突出

1.1、国内 ERP 龙头，“软件+云服务+金融”战略持续推进

公司成立于 1988 年，专注企业服务领域 30 年。公司自成立以来一直专注于企业软件服务领域，1988 年用友从财务软件起航，通过普及财务软件的应用，推动了中国企业的会计电算化，这是用友发展的 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，支撑了中国众多企业的信息化建设，推动了企业的管理进步，这是用友发展的 2.0 时代。

公司 2016 年进入 3.0 时期，“软件+云服务+金融”三大业务持续推进。用友网络从 1988 年成立，依次经历了部门级应用财务软件、ERP 两个阶段，成长为国内企业 ERP 龙头。2016 年公司宣布正式进入“软件和云服务满足企业 IT 需求，进而切入到企业金融环节，实现信息流和资金流的融合、数据的变现，将业务进一步梳理为软件、云服务、金融服务。其中，软件业务包括以 NC 产品线为业务重点的面向大型企业的解决方案与专业服务业务和主要产品为 U8+ 产品线的面向中型企业的软件产品与解决方案业务，以及由子公司畅捷通提供的面向小微企业的软件包业务和面向行业和领域的解决方案与专业服务业务。云服务包括云平台、领域云、行业云、畅捷通云与云市场。金融业务包括支付业务、互联网投融资信息服务业务、供应链金融以及其他金融业务。

图表1：用友网络业务包括软件、云服务、金融服务

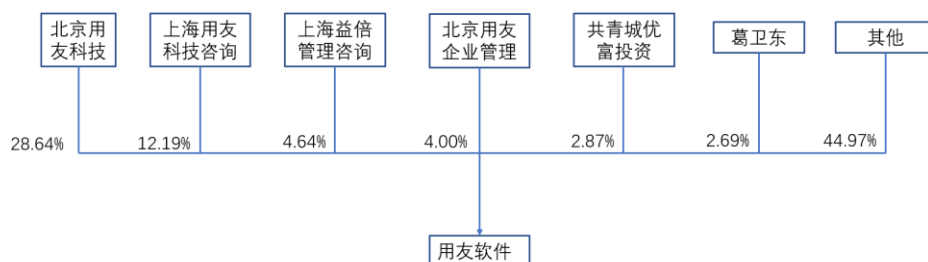


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、股权治理结构完善，行业客户和战略伙伴广泛

根据公司 2017 年三季报披露的信息，控股股东为北京用友科技，持股比例为 28.64%，实际控制人为王文京。

图表2：公司股权结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司是国内企业 ERP 软件龙头，行业客户和战略伙伴广泛。公司是中国最大的 ERP、CRM、人力资源管理、商业分析、内审、小微企业管理软件和财政、汽车、烟草等行业应用解决方案，公司的客户涵盖政府以及事业单位。公司的战略伙伴包括阿里巴巴、滴滴、华为、腾讯、微软、IBM、百度、中国移动、富士通、中国电信、北京银行、工商银行和招商银行等，公司还参与了 2017 年国资委联通混改方案。

图表3： 公司客户

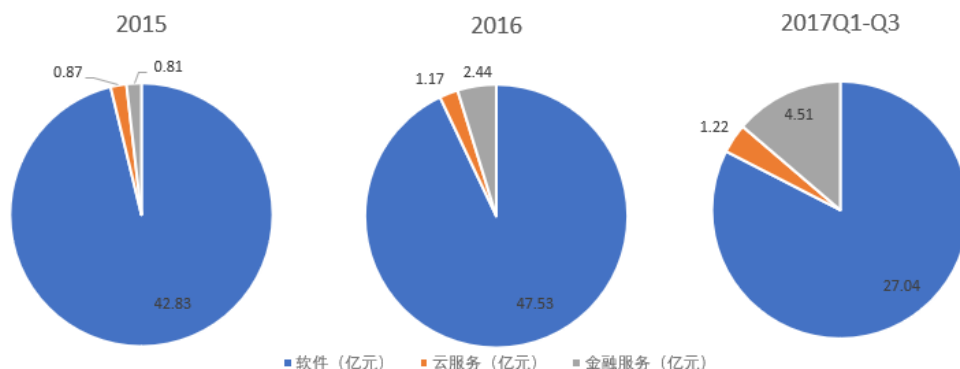


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.3、云和金融服务等新业务快速成长，竞争优势突出

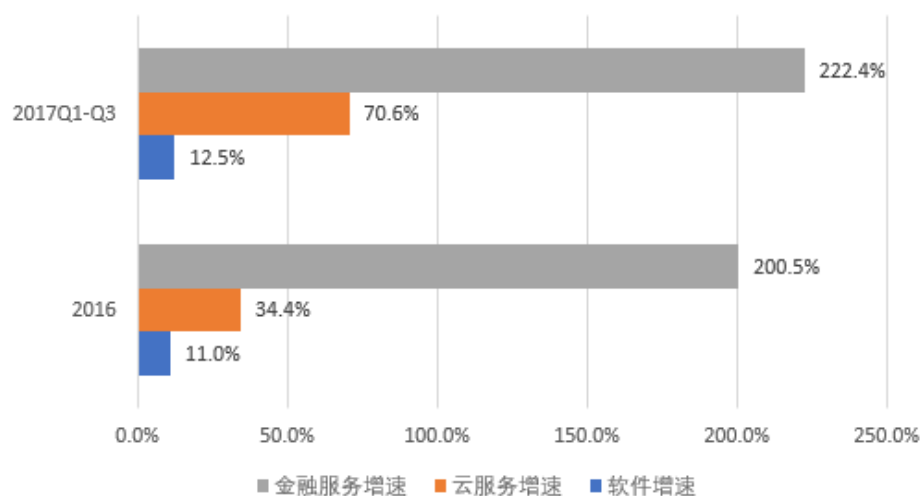
公司软件业务稳步发展，云服务和金融服务快速成长。公司 2017 年前三季度云服务同比增长 70.6%、金融服务同比增长 222.4%。软件业务（包括企业私有云部署）为公司传统强项，近两年业绩稳步增长，随着供给侧改革持续推进，公司的众多行业客户开始整合升级，大中型企业盈利能力改善，以及大型企业积极布局私有云，公司软件业务继续稳步发展。公司 2017 年推出了面向中型企业的 U8 Cloud，加速向云端升级。用友云包括云平台、领域云、行业云、畅捷通云等，2017 前三季度用友云取得了 1.22 亿元的营收，同比增 70.6%。随着互联网的推动和经济的发展，企业的金融服务场景化，用友的金融服务亦取得了快速发展，2017 年前三季度公司金融服务业务实现收 4.51 亿元，同比增长 222.4%。

图表4： 用友网络 2015、2016、2017Q1-Q3 各业务营收情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

图表5： 用友网络 2015、2016、2017Q1-Q3 各业务收入增速情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

用友企业云服务具有客户优势、平台优势、技术优势、应用优势。

①**客户优势**：用友云服务已服务客户超过 300 万家，其中用友工业客户占比 60%，有超过百万的客户群，积累了超过 10 年的工业企业服务实践和相关知识；

②**平台优势**：用友云平台是完整的体系化 PaaS 云平台，同时是开放生态的平台，用友云已经有中国电信、阿里巴巴、网易、微软等超过 200 家的生态伙伴，可以提供超过 400 款的企业服务产品；

③**技术优势**：用友在软件、平台等层面都有着超强的开发设计能力，同时具备相应的队伍；

④**应用优势**：用友的经验能够实现工业企业业务覆盖能力、多系统集成能力、网络化协同制造解决方案，同时在工业互联网技术上取得了突破。

图表6： 公司工业互联网领域的合作伙伴广泛

打造智能制造生态，服务工业企业上云



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2、国家意志与产业需求叠加，政策频发推动企业上云

2.1、国家意志：从中央到地方政策频发，大力推动“企业上云”

2013 年-2016 年，政府积极推动工业云建设，2017 年开始推进“企业上云”。2013 年-2016 年，全国超过 16 个省市进行了工业云创新服务试点，大量企业开始使用政府主导的工业云。同时制造云、ERP 云、供应链云等重要应用的覆盖程度还不够，“两化融合”的深度还有待进一步提高。

图表7： 2017 年起，工信部和部分省市明确提出工业互联网和“企业上云”

日期	重要事件
2017 年开始	浙、苏、鲁、滇、鄂等省份明确提出具体到数字的企业上云要求
2017 年 3 月	工信部《云计算发展三年行动计划（2017—2019 年）》提出“积极发展工业云服务”
2017 年 5 月	在工业云平台建设及应用推广现场会上，工信部信息化和软件服务业司长谢少锋表示，将推动 16 个试点省市工业云平台功能完善、业务创新和服务提升，通过试点示范引导更多企业参与工业云平台建设和模式创新，开启我国工业领域“云”时代
2017 年 8 月	工信部信息化和软件服务业司司长谢少锋在 2017 中国工业互联网大会上指出，工信部将实施工业互联网重大专项工程，建设 10 家左右国家级工业互联网平台及一批行业互联网平台，并计划制定支持企业上云的政策措施和操作指南
2017 年 12 月	在乌镇互联网大会上，国务院提出到 2025 年，覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施基本建成
2018 年 2 月	在 2018 工业互联网峰会上，国务院副总理马凯指出，工业互联网是新工业革命的关键支撑和智能制造的重要基石。工信部将推进工业互联网试点城市和示范基地建设，推动工业互联网应用由过去家电、服装、机械产业向飞机、石化、钢铁等更广泛领域普及。

2018年2月	据工信部网站2018年2月24日发布的信息，为贯彻落实《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》，加快推进工业互联网创新发展，经国家制造强国建设领导小组会议审议，决定在国家制造强国建设领导小组下设立工业互联网专项工作组。
---------	---

资料来源：中国经济网，工信部网站，新时代证券研究所整理

2017年起，工信部提出建设10家左右的国家级工业互联网平台，部分省市提出明确到数字的“企业上云”。工信部信息化和软件服务业司司长谢少锋在2017中国企业互联网大会上指出，工信部将实施工业互联网重大专项工程，建设10家左右国家级工业互联网平台及一批行业互联网平台，并计划制定支持企业上云的政策措施和操作指南。2017年开始，浙、苏、鲁、滇等省份开始制定具体到数字的企业上云要求。

图表8：2017年起，工信部和部分省市明确提出“企业上云”

日期	重要事件
2017年开始	浙、苏、鲁、滇等省份明确提出具体到数字的企业上云要求
2017年3月	工信部《云计算发展三年行动计划（2017—2019年）》提出“积极发展工业云服务”
2017年5月	在工业云平台建设及应用推广现场会上，工信部信息化和软件服务业司司长谢少锋表示，将推动16个试点省市工业云平台功能完善、业务创新和服务提升，通过试点示范引导更多企业参与工业云平台建设和模式创新，开启我国工业领域“云”时代
2017年8月	工信部信息化和软件服务业司司长谢少锋在2017中国企业互联网大会上指出，工信部将实施工业互联网重大专项工程，建设10家左右国家级工业互联网平台及一批行业互联网平台，并计划制定支持企业上云的政策措施和操作指南

资料来源：中国经济网，工信部网站，新时代证券研究所整理

2018年1月15日，广东省经济和信息化工作会议在广州召开，广东将在2018年率先部署发展工业互联网。出台广东省深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的实施方案和扶持政策。建设工业互联网平台。支持制造业龙头企业、大型互联网企业和细分领域平台企业建设一批综合性、行业性平台。推动企业“上云上平台”。重点推动3000家工业企业依托工业互联网平台实施数字化、网络化、智能化升级，带动6万家企业“上云上平台”。开展行业、区域试点示范，先在广州、深圳、佛山、东莞4市开展试点，取得经验后再全面推广实施。营造良好产业生态。培育和引进一批工业互联网服务商，扩充工业互联网产业生态供给资源池。

2018年1月17日，“广东省工业互联网产业示范基地建设启动会”在黄埔区、广州开发区举行，标志着广东省在互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合上跨出一大步。广东省此次布局以黄埔区、广州开发区作为试点，旨在打造国家级工业互联网产业示范基地。工业互联网大数据创新平台以工业互联网为基础支撑、以工业大数据为核心资源、以服务政府决策和产业发展为创新应用，有效提升政府及企业“获取数据、分析数据、运用数据”的基本功。

浙江全面推进“十万企业上云”，计划 2017 年全省新增 10 万家上云企业。2017 年 1 月，2017 年浙江省长车俊代表政府作 2017 年《政府工作报告》，指出推进“十万企业上云行动计划”；4 月，浙江省信息化工作领导小组印发《浙江省“企业上云”行动计划（2017 年）》，指出总体目标：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。

图表9： 浙江省计划新增 10 万家上云企业

地市	企业数量 (万家)	新增上云 企业数量 (家)	新增上云 企业占企 业数量的 比例 (%)	规上企业 数量 (家)	上云标杆 企业数量 (家)	上云标杆 企业占规 上企业的 比例 (%)
杭州	44.43	27000	6.08	8929	30	0.34
宁波	30.41	18300	6.02	9384	20	0.21
温州	20.02	12000	5.99	5546	10	0.18
嘉兴	13.13	7500	5.71	5727	10	0.17
湖州	7.41	4000	5.4	3048	5	0.16
绍兴	14.11	8000	5.67	4721	7	0.15
金华	17.56	10000	5.69	4397	7	0.16
衢州	3.49	2000	5.73	1127	2	0.18
丽水	3.37	1900	5.64	1320	2	0.15
台州	13.54	7800	5.76	4048	6	0.15
舟山	2.83	1500	5.3	774	1	0.13
合计	170.31	100000	5.87	49021	100	0.2

资料来源：浙江省经济和信息化委员会官方网站，新时代证券研究所

江苏“1+30+300 工程”推动制造业上云。2017 年 4 月初，江苏省经信委发布《关于开展实施首批江苏“1+30+300”工程的通知》，计划进阿里云与省内 30 家两化融合服务机构、300 家制造业企业开展深度合作；四月底，江苏省经信委和阿里云在运气大会上宣布“1+30+300”工程正式启动。

图表10： 江苏“1+30+300”工程 17 年 4 月正式启动



资料来源：91 科技，新时代证券研究所

图表11： 江苏“1+30+300”工程各市推荐名额

	合作服务机构	工程实施企业
南京、苏州、无锡	各 6 家	各 40 家
常州及昆山	各 3 家	各 25 家
其他市及泰兴、沭阳	各 1 家	各 15 家
合计	35 家	311 家
各市信息化主管部门可根据申报项目质量情况，适当增加推荐项目		

资料来源：江苏省经信委官方网站，新时代证券研究所

山东也积极推动“企业上云”，济南市率先出台“企业上云”行动计划。2017

年7月,山东省人民政府发布《关于贯彻国发〔2016〕28号文件深化制造业与互联网融合发展的实施意见》;8月,山东省经委、省财政厅就该文件深入学习并组织召开了“企业上云”工作会。2017年6月,济南市人民政府发布《济南市“企业上云”行动计划(2017-2019)》,三年内计划新增上云企业1万家;8月,浪潮、济南移动等企业牵头成立“企业上云”创新联盟。

图表12: 济南市“企业上云”行动目标按行业任务分类统计

行业类别	三年内计划新增上云企业数(家)	2017年度(家)	2018年度(家)	2019年度(家)
工业企业	2200	10	1500	690
科技企业	1250	10	850	390
物流企业	1500	5	1000	495
服务业企业	4000	10	3000	990
农业企业	50	5	30	15
建筑业企业	100	5	65	30
个体工商户	900	10	500	390
合计	10000	55	6945	3000

资料来源:济南市人民政府官方网站,新时代证券研究所

云南力争5年全省超八成中小企业“上云”。2017年初,云南省省政府印发《云南省深化制造业与互联网融合发展实施方案》,明确提出:力争通过5年努力,全省80%以上中小企业实现“上云”,推动中小企业信息化应用水平提升。

图表13: 云南省力争5年全省超八成中小企业“上云”

要点	具体内容
实施企业“上云”	继续推进云南省工业云平台和大数据中心建设,引导大企业“上云”,实施中小企业“上云行动”
支持重点工业企业采用云计算	支持重点工业企业采用云计算技术构建企业云平台,加强企业工业大数据中心建设,以云计算、大数据、物联网等新一代信息技术广泛应用促进企业转型升级
鼓励骨干企业私有云发展产业链云服务	鼓励重点行业骨干企业利用企业私有云为产业链企业提供有偿工业云服务,促进产业链上下游商务协同,提高行业整体运营水平
促进工业云及工业大数据发展	组织建设面向工业领域的工业云公共服务平台和工业大数据中心,为工业企业、生产性服务机构和行业主管部门提供基于云的普遍应用
建设全省中小企业信息化应用云服务平台	鼓励引导有关企业和运营商建设面向全省中小企业信息化应用云服务平台,采用政府直接购买、以租代购等方式引导中小企业“上云”,满足中小企业发展所需的基本云服务
目标	力争通过5年努力,全省80%以上中小企业实现“上云”,推动中小企业信息化应用水平提升

资料来源:《云南省深化制造业与互联网融合发展实施方案》,新时代证券研究所

2.2、企业上云重要背景：金税三期已全面上线，全年监管企业逃税漏税

金税三期的全面上线实现对企业和个人大数据税收监控，逃税漏税风险和处罚力度大，企业开始考虑上云。

金税三期系统是我国税收管理信息系统的总称，实现了各级国地税局打通、税种全覆盖，国税局与其他部门联网。金税三期系统是我国税收管理信息系统的总称，总体目标为建立“一个平台、两级处理、三个覆盖、四个系统”：一个平台指包含网络硬件和基础软件的统一的技术基础平台。两级处理指依托统一的技术基础平台，逐步实现数据信息在总局和省局集中处理。三个覆盖指应用内容逐步覆盖所有税种，覆盖所有工作环节，覆盖国地税并与相关部门联网。四个系统指通过业务重组、优化和规范，逐步形成以征管业务系统为主，包括行政管理、外部信息和决策支持在内的四个应用系统软件。

金税三期已在实现全国上线。金税三期分为三个阶段，第一阶段为试点阶段（从2009年开始），第二阶段为全面推广阶段（2015-2017），第三阶段为完善和验收阶段，系统目前已在全国各省市地税局上线，预计截至本年底将实现第二阶段的全面完成。

图表14： 2017年金税三期在全国的推广将全面完成



资料来源：中国税务报，湖北国税局网站，新时代证券研究所整理

金税三期全面监管企业和个人税收行为，企业逃税漏税面临重罚。根据群英顾问总结，金税三期上线经历了五项配套措施（营改增，国地税数据整合；五证合一，标准化外部数据；银行账户分类及支付结算管理；个人财产数据整合；境外收入情报交换），实现对企业和个人税收行为的全面监管。2017年我国开始了基于金税三期的稽查工作，据媒体报道，被税务局预警后评估稽查的企业，须交回抵扣的税款，并受到漏缴税款0.5倍至5倍的罚款，还有每天万分之五的税收滞纳金。

图表15： 国家税务总局以金税三期为依托，全面监管企业和个人税收行为

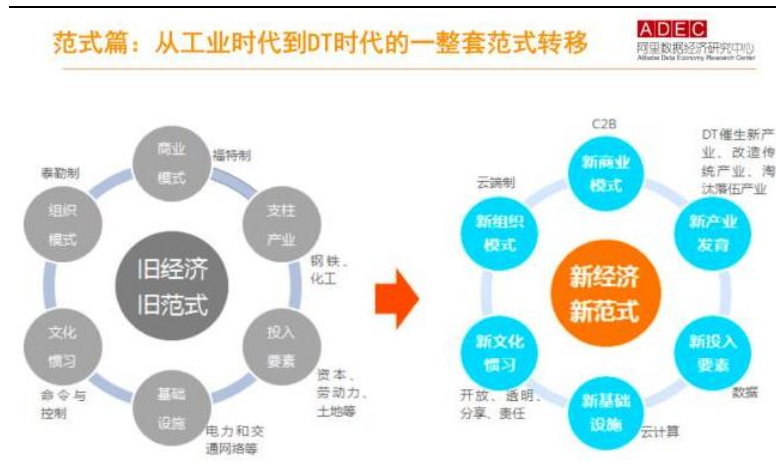


资料来源：群英顾问，360 图书馆，新时代证券研究所整理

2.3、产业需求：从 IT 时代进入 DT 时代，云计算助力企业数字化转型

人类社会正从 IT 时代进入 DT 时代，数据驱动的全新商业形态带来新的社会变革。随着近年来大数据技术的进步、应用的扩展、商业模式和治理模式的创新，人类社会正在从 IT 时代进入到 DT 时代，也正在逐渐被社会各界所接受和认可。DT 技术的快速发展、日益成熟、推广应用，已经对商业体系的创新，展示出了巨大的变革潜力。

图表16：DT 时代的新范式雏形初现

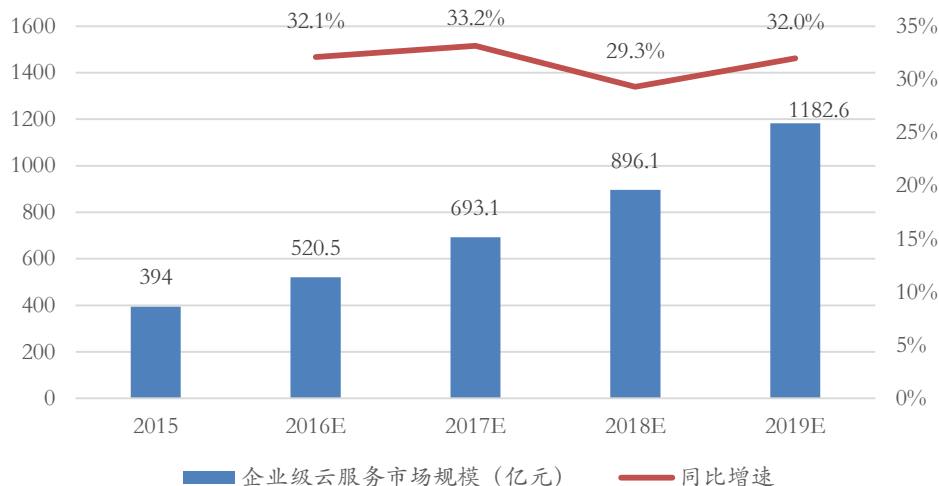


资料来源：阿里研究院，新时代证券研究所

互联网时代，企业级云服务助力企业进行数字化转型，提高效率和降低成本。从效率方面看，SaaS 等云服务在运营管理、版本更新、使用便捷性、业务处理方式、对业务需求的反应敏捷度等方面，相对于传统软件具有很大的优势，符合互联网时代信息传播和传输的快捷性的需求，能够快速反映企业业务需求，进行软件版本的快速迭代。从成本要素上看，近几年来实体经济领域，企业经营管理和人工成本明显上升，企业使用企业级 SaaS 服务可降低企业运营管理和人力成本。

艾瑞预计 2016 年我国企业级云服务市场 520 亿元，2016-2019 年复合增速超过 30%。根据艾瑞咨询中国云服务市场数据，2016 年中国云服务市场交易规模达 520 亿元，相比去年，行业规模同比增长 31.9%，继续保持高速增长水平。艾瑞预计，未来几年中，云服务市场仍将处于高速发展状态，保持 30% 以上的年复合增长率。

图表17： 艾瑞预计企业级云服务市场 2016-2019 复合增速超过 30%



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所整理

用友提出“企业互联网化”带来的商业创新体现在五个方面：客户导向、员工能动、全球资源配置、数据驱动、实施运营。2016 年初用友网络董事长兼 CEO 王文京在“学习型中国——世纪成功论坛”上指出企业互联网化给企业带来的改变体现在五个方面：客户导向、员工能动、全球资源配置、数据驱动、实施运营。

图表18： 用友云帮助企业带来五个方面的商业创新

- | | |
|-----------------|----------------------------------|
| 1 客户导向 | 由原来的产品为中心，厂商为中心，转为以客户为中心 |
| 2 员工能动 | 企业的组织变得更加的扁平化和透明 |
| 3 全球资源配置 | 招聘员工，购买材料，推销商品服务，通过网络都可以在全球范围内实现 |
| 4 数据驱动 | 数据驱动取代流程驱动 |
| 5 实施运营 | 借助互联网、大数据，使企业由延迟运营走向实时运营 |

资料来源：用友网络，新浪网，新时代证券研究所整理

2.4、企业上云国际启示：成功案例在望，SAP 等转云树立了标杆

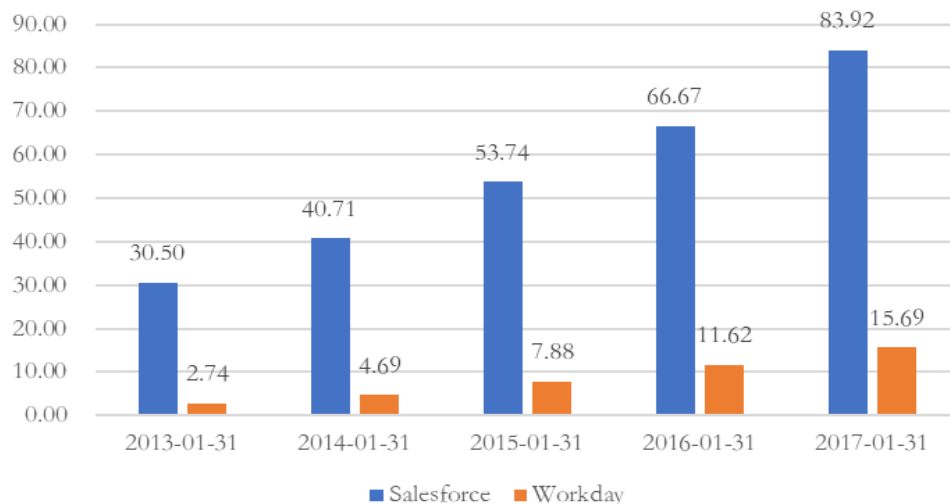
以美国为例，目前美国企业 SaaS 市场已趋于成熟，已形成 Salesforce、Workday、Slack 等细分领域 SaaS 巨头。Salesforce 成立于 1999 年，已发展成为全球 CRM SaaS 领导者，当前市值已超过 690 亿美元。Workday 成立于 2005 年，目前已发展成为 HR SaaS 领域的领导者，当前市值已超过 220 亿美元。Slack 的 SaaS 平台于 2014 年上线，整合了聊天群组+大规模工具集成+文件整合+统一搜索，快速成为企业协同办公 SaaS 领域的独角兽企业（2016 年估值 38 亿美元，雷锋网报道）。

图表19：美国 SaaS 发展历程



资料来源：易观智库，新时代证券研究所

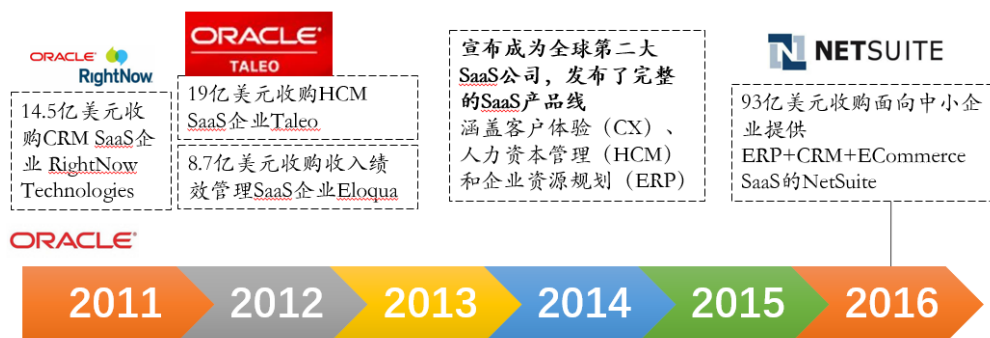
图表20：Salesforce 和 Workday 最近 5 个财年营收（亿美元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所整理

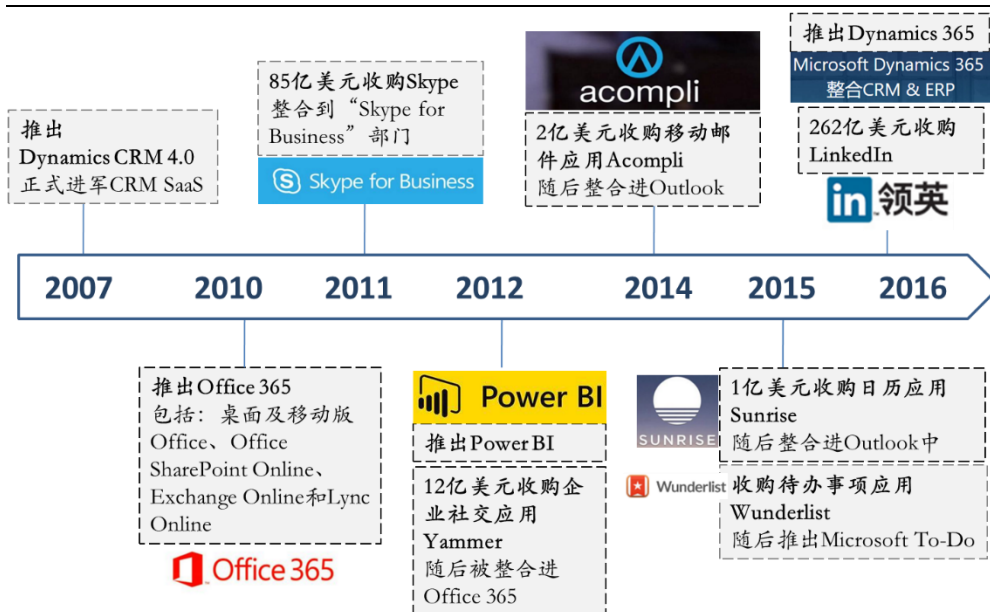
Oracle、SAP、微软、IBM 等巨头通过“内生+外延”方式在企业级 SaaS 上持续推进。Oracle 和 SAP 在 ERP 等企业服务方面积累多年经验，近年来在云计算方面持续投入，不断丰富企业级服务产品。微软在企业级 SaaS 的布局较早，2007 年推出 Dynamics 4.0 正式进入 CRM SaaS 领域，目前该产品已发展为 Dynamics 365。

图表21：Oracle 的企业级 SaaS 发展之路



资料来源：新时代证券研究所整理

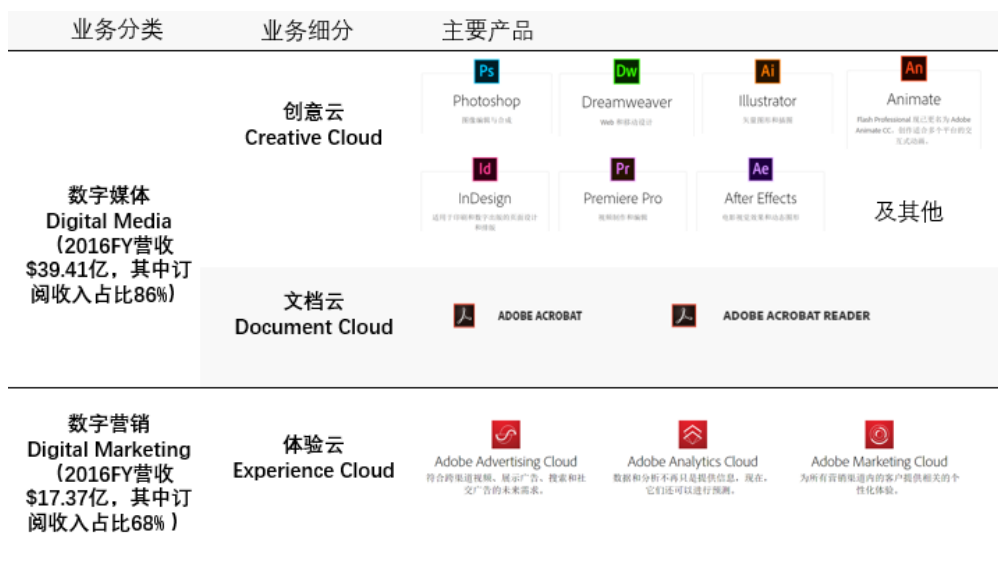
图22： 微软的企业级 SaaS 发展之路



资料来源：新时代证券研究所整理

Adobe 的主要业务包括数字媒体和数字营销业务，主打产品包括 **Photoshop** 和 **Acrobat** 等。Adobe 的主要业务及产品有：①数字媒体 Digital Media 的创意云 Creative Cloud（简称 CC，如 Photoshop、Dreamweaver、Flash 等）；②数字媒体 Digital Media 的 Document Cloud（简称 DC，主要产品 Acrobat）；③数字营销 Experience Cloud（整合了 Marketing Cloud 等）。

图23： Adobe 的主要业务及产品



资料来源：Adobe 官网，新时代证券研究所整理

Adobe 2009 年收购 Omniture 进入数字营销、推出营销云，2013 年 5 月推出订阅模式 (SaaS) 的 Creative Cloud。 Adobe 2009 年以 18 亿美元收购了网络分析 SaaS 企业 Omniture，推出了基于 SaaS 的营销云 Marketing Cloud，SaaS 业务成为公司业务重要组成部分。2013 年 5 月，Adobe 宣布全面转型 SaaS：停止更新数字媒体业务的主力产品——Creative Suite 软件套装（CS 系列软件包括 Photoshop CS、Flash CS 等），开放使用订阅模式（按月计费，SaaS）的 Creative Cloud。2016 财年，公司数字媒体业务营收中订阅（SaaS）占比达到 86%，数字营销业务营收中订阅（SaaS）占比达到 68%。

图表24： 2009 年至今的 Adobe 股价及转型 SaaS 的重要事件



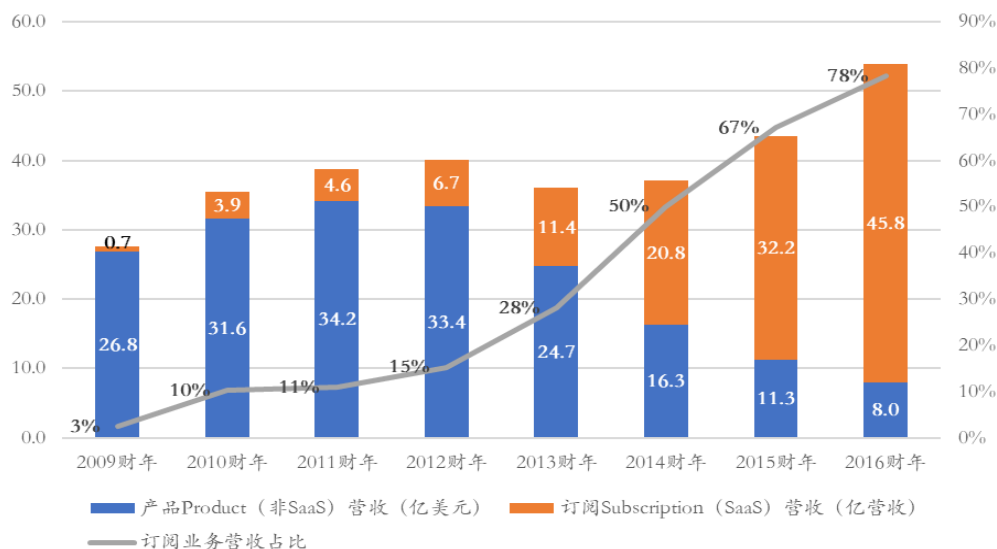
资料来源：Wind，36 氪，新时代证券研究所整理

Adobe 的 SaaS 化带来营收增长。一方面 SaaS 按需定制的模式降低了客户进入门槛（可按月购买或按年购买，2013 年 Photoshop CC 按年授权的月租为 20

美元，而原来的 Photoshop CS 软件则需要 700 美元或更高)；另一方面，原 CS 套件客户在一次性购买软件后，对软件升级的频率通常较低，而 SaaS 模式下同一客户每年为公司可提供稳定订阅收入。

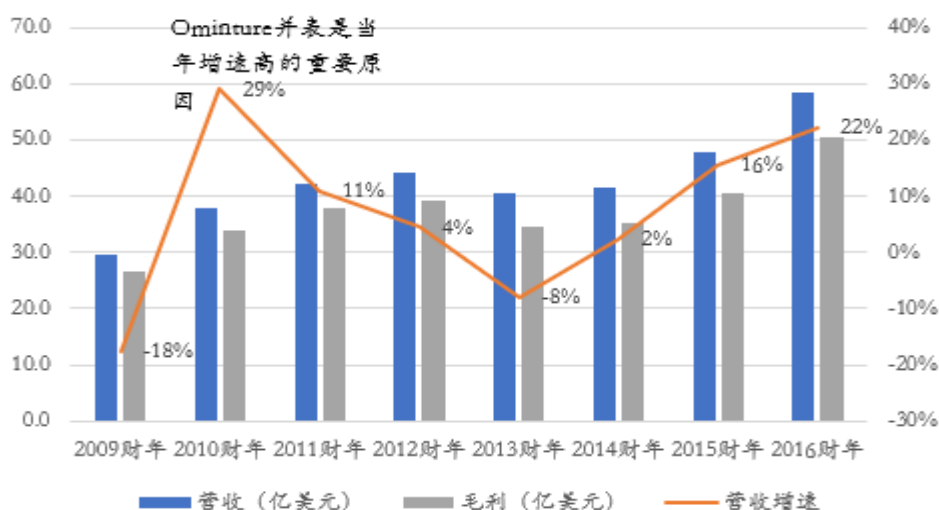
2013 年全面转型 SaaS 业务以来，Adobe 订阅业务占比逐年提升，2015 年营收实现快速增长。2010 至 2012 年，Adobe 营收增速逐渐放缓，在 2013 年中推出 Creative Cloud、转型 SaaS 业务后，2013 和 2014 年两个财年的营收相比于 2012 年出现了下滑，但订阅业务 (SaaS) 业务快速发展，从 2015 年开始，Adobe 营收实现快速增长。

图表25： 2009-2016 年 Adobe 的订阅 (SaaS) 收入及营收占比逐年提高



资料来源：Adobe 财报，新时代证券研究所整理

图表26： 2009-2016 年 Adobe 的营收、毛利及营收变动



资料来源：Adobe 财报，新时代证券研究所整理

SAP 是全球性的企业应用软件和解决方案提供商，总部位于德国，为 86% 的全球财富 500 强企业提供服务。SAP 为超过 12,700 多家国内客户提供 ERP、云平台、大数据和分析、CRM、智能制造等解决方案。

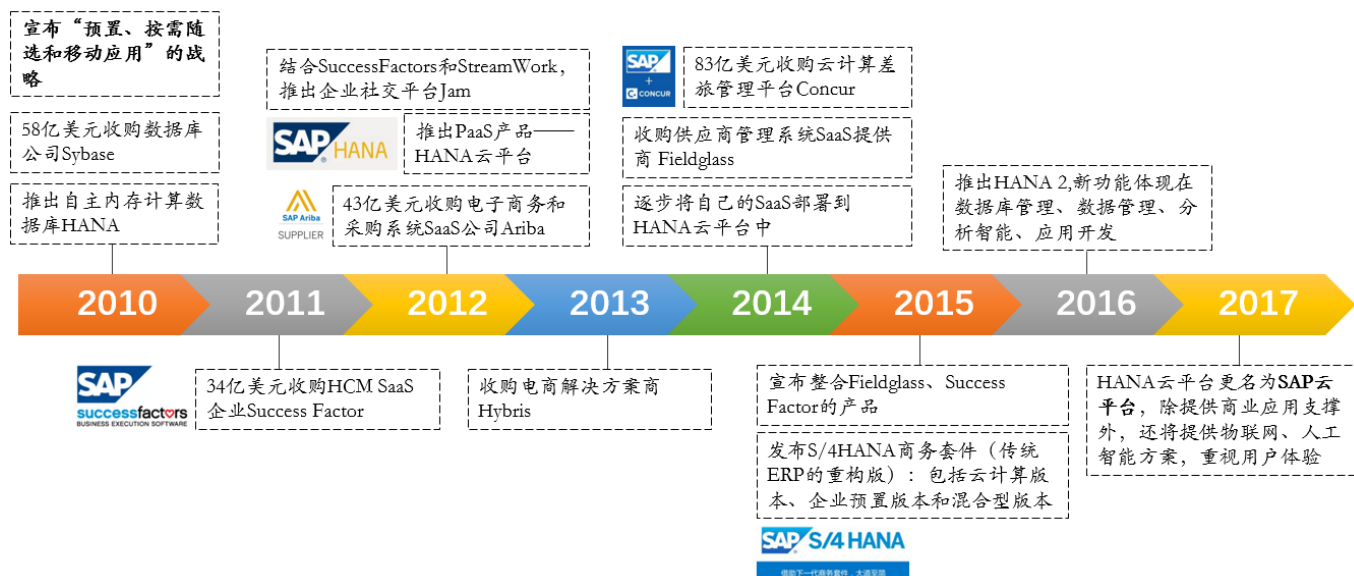
图表27： SAP 的主要产品

产品分类	面向	主要产品	介绍
内存计算平台和大数 据解决方案		SAP HANA	由数据库升级而来，支持企业预 置型部署和云部署模式的内存计 算平台和大数解决方案
PaaS		SAP Cloud Platform	之前叫 HANA Cloud Platform，基 于 HANA 平台
ERP	大型企 业	SAP S/4 HANA	支持企业预置或私有云部署
		SAP S/4 HANA Cloud	SaaS
	中小企 业	SAP Business ByDesign	SaaS
		SAP SAP Business One	支持企业预置或云部署
		SAP Anywhere	SaaS
采购和网络		SAP Ariba	支持企业预置或云部署
商务分析		SAP Business Analytics Cloud	
		SAP BusinessObjects Business Intelligence	
客户管理		SAP Hybris	
人力资源		SAP SuccessFactors	
财务		SAP S/4HANA Finance 等	
		SAP Concur	
供应链		SAP Integrated Business Planning 等	

资料来源：SAP 官网，SAP 财报，新时代证券研究所整理

SAP “内生+外延”并重，积极向云计算业务转型。2011 年 SAP 公司以 34 亿美元收购 HCM SaaS 企业 Success Factor。2012 年，公司基于自身的内存数据库 HANA 技术，推出了 PaaS 产品——HANA 云平台，并以 43 亿美元收购电子商务和采购系统 SaaS 公司 Ariba。2013 年，公司收购了电商解决方案商 Hybris。2014 年，公司逐步将自己的 SaaS 部署到 HANA 云平台中，收购了云计算差旅管理平台 Concur、供应商管理系统 SaaS 提供商 Fieldglass。2015 年，公司发布了 S/4HANA 商务套件（传统 ERP 的重构版）：包括云计算版本、企业预置版本和混合型版本。2017 年，公司的 HANA 云平台更名为 SAP 云平台，除提供商业应用支撑外，还将提供物联网、人工智能方案，重视用户体验。

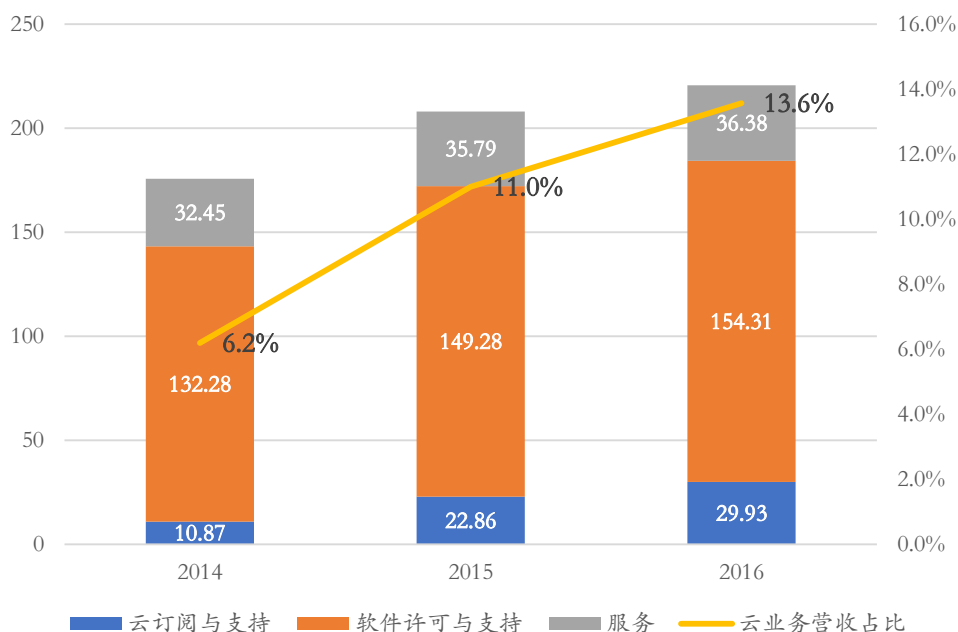
图表28： SAP 向云计算转型之路



资料来源：新时代证券研究所

2014年-2016年，SAP的云订阅业务取得了快速增长，营收占比逐步提高。2014年，SAP的云订阅与支持业务营收为10.87亿欧元，营收占比为6.2%；2016年该业务营收则达到了29.93亿欧元，营收占比提高至13.6%。

图29：2014-2016年SAP的主要业务营收（亿欧元）及云业务占比



资料来源：SAP 财报，新时代证券研究所整理

3、受益工业互联网崛起，2018 年是用友云业务关键之年

3.1、工业互联网崛起，加速制造业转型升级

2016 年工业云发展良好，企业用户数超过 60 万。截至 2016 年底，全国有 16 个省市进行了工业云创新服务试点，大量企业开始使用政府主导的工业云。根据新浪财经和中国经济网，截至 2017 年 1 月，我国工业云平台应用率已达 35.9%。据不完全统计，2013 年至 2016 年我国工业云平台企业用户数分别超过 4 万、10 万、25 万、60 万，年均增长超过 146%。

工业互联网加速我国制造业升级转型、提升工业经济实力。工业互联网到“十三五”末，这一产业的市场规模将突破万亿大关。由于工业互联网涉及对现有工业体系的信息化改造，因此将直接对互联网、物联网、大数据、云计算等信息产业产生重大促进作用；在涉及生产环节的改造时，还将有利于传感器、监控设备、自动化设备等领域的发展。此外，工业互联网的发展目标之一是实现智能制造，这也会为智能机器人、新型工业软件等软硬件领域带来发展机遇。

目前，我国工业互联网在制造业、石化、电力、医疗、航空、轨道交通等产业的需求最为迫切，大规模企业及大中国企、军工企业着手布局工业互联网。随着工业互联网的快速渗透，其他上下游行业也将开始与工业互联网结合，相关产业机会将不断显现。在政策和市场的双轮驱动下，我国的工业互联网正在蓬勃兴起，相关技术日渐成熟。**工业互联网关键技术不断成熟，越来越多工业互联网平台涌现，来自 ICT 以及传统工业领域的企业加速进入这一市场，共同推动产业发展。**

3.2、为什么是用友？——龙头！客户、平台、技术、应用四大优势

用友工业互联网等企业云服务具有**客户优势、平台优势、技术优势、应用优势**。

①**客户优势**：用友云服务已服务客户超过 300 万家，其中用友工业客户占比 60%，有超过百万的客户群，积累了超过 10 年的工业企业服务实践和相关知识；②**平台优势**：用友云平台是完整的体系化 PaaS 云平台，同时是开放生态的平台，用友云已经有中国电信、阿里巴巴、网易、微软等超过 200 家的生态伙伴，可以提供超过 400 款的企业服务产品；③**技术优势**：用友在软件、平台等层面都有着超强的开发设计能力，同时具备相应的队伍；④**应用优势**：用友的经验能够实现工业企业业务覆盖能力、多系统集成能力、网络化协同制造解决方案，同时在工业物联网技术上取得了突破。

图表30： 公司工业互联网领域的合作伙伴广泛

打造智能制造生态，服务工业企业上云



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2017年7月8日，由工业和信息化部、北京市人民政府共同主办的第二十一届中国国际软件博览会在北京展览馆举行。马凯总理强调，国家创新驱动战略全面实施，大众创业、万众创新不断深化，新旧发展动能加速转换，赋予了软件业新的使命和任务。要以提升软件能力为核心，以引领未来智能变革为方向，保障信息网络安全，加速催生释放创新红利、数据红利和模式红利。360公司董事长周鸿祎、微软大中华区董事长兼CEO柯睿杰、用友网络董事长王文京围绕软件定义世界、人工智能惠及百姓、企业软件与企业云服务、物联网等热点问题作专题演讲。

3.3、用友云业务全面覆盖企业需求,用友工业互联网平台打造一体化智能

制造解决方案

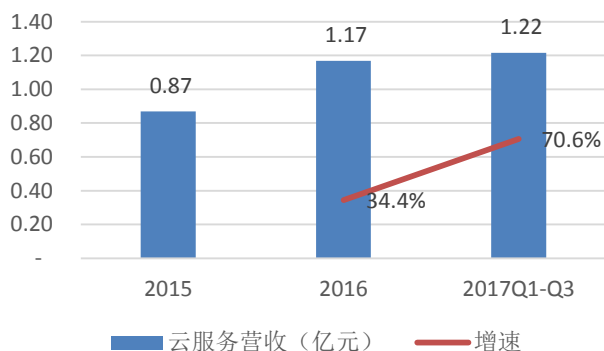
公司云服务产品丰富，包括云平台、领域云、行业云、畅捷通云与云市场。用友云作为用友3.0战略的全新产品与服务形态，定位社会化商业应用基础设施和企业服务产业共享平台，向企业及公共组织客户提供社会化商业(数字化商业)及智慧政府的云服务，由PaaS和SaaS以及与软件的融合服务等组成。公司的云服务收入包括：应用服务收入、运营服务收入、数据和信息服务收入、平台交易收入(含分成)、推广第三方厂商应用服务获得的分润收入以及其他增值服务收入。自公司2015年开始拓展云服务起，云服务收入与用户数量均有较大的增长。

图表31： 用友云业务布局



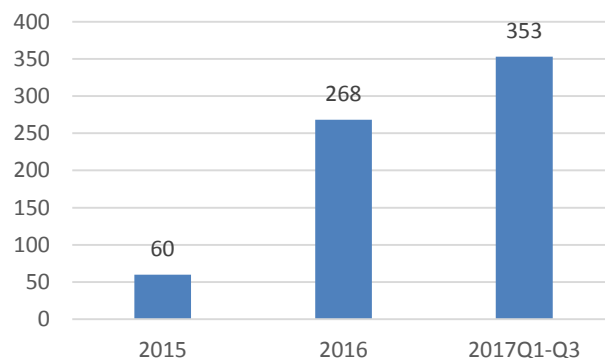
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表32： 2015、2016、2017 Q1-Q3 公司云服务收入



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表33： 2015、2016、2017Q1-Q3 公司云服务用户数



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

用友 iuap 旨在构建开放、共建、赋能、多赢的云平台，是国家发改委“互联网+”重大工程项目。云平台 iuap 提供企业业务创新必须的开发、运行、运维、基础数据及应用服务，帮助开发者快速构建面向特定领域或行业的企业应用服务，并基于能力化扩展架构和数据化运营方式帮助开发者、合作伙伴持续推出最受企业客户喜爱的应用及服务。2016 国家发改委“互联网+”重大工程项目支持，iuap 作为中国自主研发的企业互联网开放平台入选重大工程项目，用友在互联网技术领域取得重大突破。

图表34： 用友基于 iuap 云平台构建云生态



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

用友云服务从领域云和行业云两个维度覆盖客户需求。公司的云服务全面覆盖用户需求，从业务领域和行业两个不同的维度，充分覆盖了客户的需求。其中，领域云包括财务云、人力云、采购云、营销云、协同云、电子发票、云通信等。行业云包括工业云、建筑云、汽车云、金融云、能源云、财政云、餐饮云等，面向行业用户提供包括 PaaS、SaaS、DaaS（存储及服务）在内的服务。

图表35： 用友领域云情况

领域云	主要功能	主要产品	代表用户
财务云	支持大中型企业财务应用全面迁云 帮助企业智能化报销、智能化核算、自动化财务报表、智能化分析	友报账、智能核算 电子发票 电子会计档案	滴滴、携程、美团、首汽约车、红台、中行服、圆通等
人力云	为公司提供整套的人力资源云服务 包括招聘、薪酬福利、社保、人事、员工日常事务等服务	有人才 薪福社	中信、横店影视城、人民出版社、珊华电子、普莱德等
采购云	企业互联网采购服务平台，旨在帮助企业做最佳采购决策和高效协同	友云采	冀南钢铁、今麦郎、上海城投、南方水泥等
营销云	面向企业营销流通领域，基于云计算技术，依托 PAAS 平台，提供渠道营销、终端运营两大核心应用，业务覆盖大客户直销、全国区域分 销、在线会员营销。打通营销链渠道、会员，构建全渠道生态系统，数据驱动消费深化与增值服务	超客营销 红人点点	摩德威、红宝石、美挚颜、南孚电池、火星高科，7TT 等
协同云	连接企业员工、产业链伙伴及社会化用户，帮助企业云服务时代，打破沟通壁垒，提升协同工作效率，实现社交化沟通与分享，激发组织活力		世纪金源、肯帝亚、中国网库等

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

“工业互联网平台”是“工业云平台”的延伸发展。根据《工业互联网白皮书》，“工业互联网平台”是传统工业云平台的迭代升级，其本质是在传统云平台的基础上叠加物联网、大数据、人工智能等新兴技术，构建更精准、实时、高效的数

据采集体系，建设包括存储、集成、访问、分析、管理功能的使能平台，实现工业技术、经验、知识模型化、软件化、复用化，以工业 APP 的形式为制造企业各类创新应用，最终形成资源富集、多方参与、合作共赢、协同演进的制造业生态。

图表36： 工业互联网平台功能架构图



资料来源：《工业互联网白皮书》，新时代证券研究所

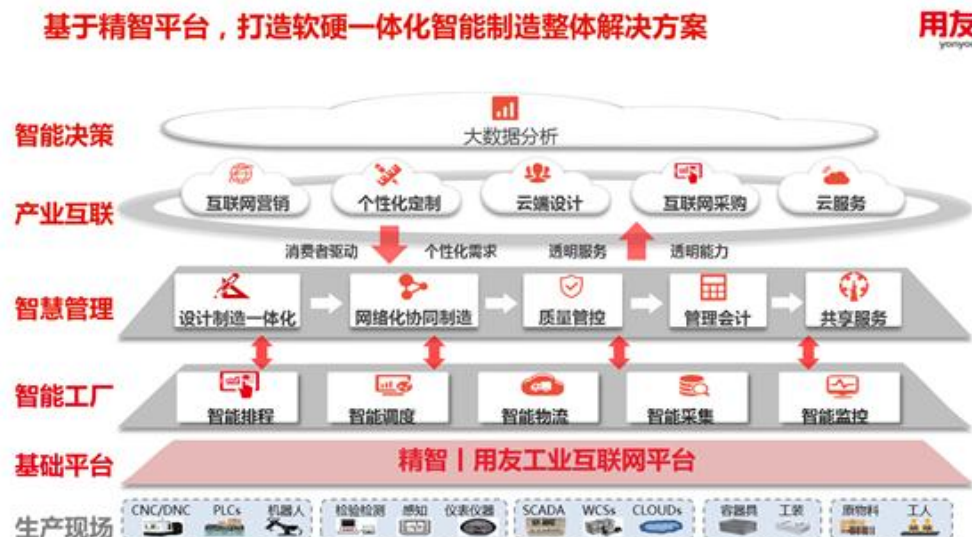
2017年8月，用友发布了工业云的升级产品——工业互联网平台“精智”。2017年8月，公司发布了用友工业互联网平台——“精智”，并在工业物联网（IoT）方面取得突破，构建了一体化、全要素覆盖的智能制造整体解决方案。用友工业互联网平台“精智”有三大内核，即个性化定制、网络化协同和设计制造一体化，在基础平台 iuap 上，构建智能互联的智能工厂，同时向上接通企业智慧管理体系，与产业链上下游互联，最终企业所有数据汇聚云端实现智能分析与决策。

图表37： 用友工业互联网平台总体架构



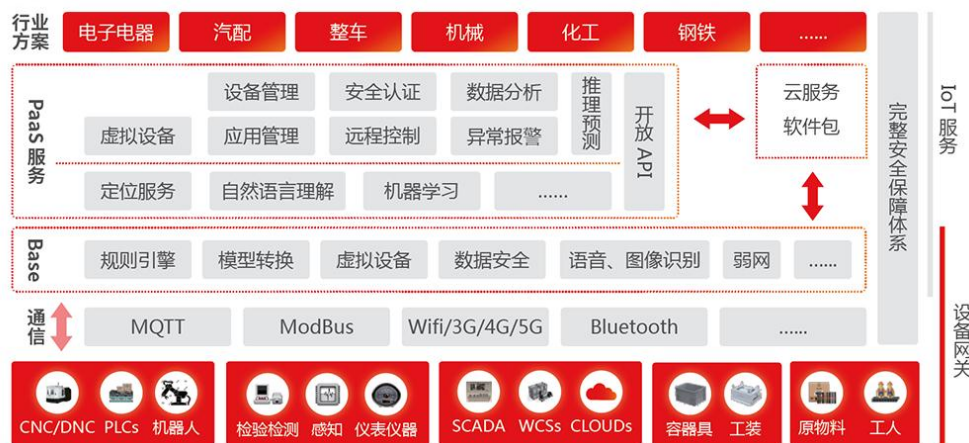
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

用友基于“精智”平台打造5层架构的软硬件一体化智能制造解决方案。公司基于精智工业互联网平台，打造了5层架构的软硬一体化智能制造解决方案，包括了生产现场、基础平台、智能工厂、智慧管理、产业互联和智能决策。在实践案例层面，用友拥有天瑞集团、航天八院、大运汽车、旭阳化工、万和新电气、中国龙工等上千家大型制造企业智能化转型案例。

图表38： 用友工业互联网平台总体架构

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

用友工业互联网平台以工业物联云为基础，向上构建了设计云、制造云、服务云。用友基于工业 PaaS 云平台（iuap），开发了具有广泛适配性的用友工业物联云平台，可以适配工业领域常见的通讯协议、多种品牌的数控系统及 PLC 控制器，实时采集各类设备、各类数据并完成数据清洗、标准化转换和存储，方便 ERP、MES 等业务系统调用。基于用友工业物联云平台，构建了 IIoT 服务池、数据服务池、应用服务池，并向上构建了设计云、制造云、服务云。

图表39： 用友工业物联云平台架构

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.4、省级合作加速推动企业上云，2018 年是公司云业务关键之年

2017 年 11 月底与江西省政府携手建设 1+X 企业云服务平台。2017 年 11 月底，江西省政府与公司签订了战略合作框架协议，江西省将基于用友云打造江西省 1+X 企业云服务平台。其中，“1”即 1 个江西省规模以上企业的云服务平台，该平台是按照集约化原则基于云架构开发的综合性服务平台。主要细分为基础层技术平台和展现层统一门户；“X”即多种企业级云应用服务。通过扶持鼓励企业采用多种

企业级云应用服务，促成江西省传统企业的数字化转型。江西省企业云服务平台将对接企业运营管理与政府、社会公共服务，连接江西省规模以上1.2万家工业企业、0.6万家服务企业，支撑企业商业运营与协同共创，以打造政府、企业、公共服务三位一体的社会化商业平台。

2017年12月初，携手湖北省推动“万企上云”工程，在重点行业和企业打造数字化转型示范样板。12月8日，用友官方微信公众号发布消息：湖北省经信委与用友网络签订战略合作协议，将合作建设湖北省工业云（用友）平台。据协议，用友网络将助力建设统一的湖北省工业云（用友）平台，向湖北本地企业提供相关云产品和服务。通过该平台的建设，将为湖北企业提供优质信息化服务，同时推动大中型骨干企业网络化协同制造。2018年湖北省工业云（用友）平台将为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，助力湖北省的“万企上云”工程建设。本次合作将基于重点行业、重点企业打造数字化转型样板、形成全省乃至全国范围内示范效应。通过平台的应用，2018年将选择湖北省内机械、汽车、电子、石化、钢铁等行业20家企业集团和骨干企业，以推广网络协同设计，开展基于互联网的供应链管理模式创新，最终推动湖北省产业集群的发展。

2017年12月，公司与浙江经信委将组建“用友企业上云联盟”，打造两化融合样板企业100家。在2017年12月第四届世界互联网大会上，用友网络参加了“双创热土”——浙江省互联网创业创新项目对接会的互联网重大项目签约仪式，与浙江省经济和信息化工作委员会签订战略合作协议。用友网络将与浙江省经信委一起继续深化两化融合，打造两化融合样板企业100家。为了不断完善企业上云方案，用友在浙江将组建“用友企业上云联盟”，首批发展30家左右联盟单位，并继续扩大联盟生态圈，增强制造业与互联网融合的支撑能力，为企业上云提供更好的服务。此外，用友网络将在浙江建立智能制造基地，推进制造业与互联网融合应用，发展智能制造，推动本地产业升级和制造企业的云化转型。

2018年用友云将全面升级，为数字化新生企业和传统企业提供数字化、智能化服务。在2018用友云发布生态大会上，用友发布发展计划，2018年用友云市场将实现入驻伙伴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。用友将继续在云服务、金融服务、产业园等方面与生态伙伴充分展开合作，共同推动企业服务产业发展繁荣，成为数字经济，智慧社会发展的新引擎。同时，随着与各地方政府合作不断深入、企业上云不断推进，以及政策逐步落地，我们分析认为，2018年将成为公司云业务发展的关键之年。

图表40： 2018 用友生态伙伴大会召开并发布“鲲鹏计划”



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

4、金融业务是公司业务生态中一环，实现信息与资金流融合

4.1、金融服务包括企业支付、互联网金融、供应链金融等，业务实现快速增长

公司以软件和云服务满足企业 IT 需求，进而切入到企业金融环节，实现信息流和资金流的融合、数据的变现。截至 2017 年 9 月 30 日，公司的金融服务业务主要包括：企业支付业务（控股公司畅捷通支付公司拥有第三方支付牌照）、（2）面向小微企业主及个人的互联网投融资信息服务业务和供应链金融业务（2017 年系统上线）。2017 年前三季度，用友的支付和互联网投融资信息服务业务继续保持高速增长。2017 年前三季度，公司金融服务业务实现收入 450,537,765 元，同比增长 222.4%。

畅捷通支付致力于帮助企业构建全渠道聚合收款、企业集中支付、跨行现金管理等全面的资金管理体系。具体产品形式包括聚合支付、钱客通和银企联：聚合支付通过一点接入完成线上、线下全渠道收款，支持包括快捷支付、POS、网银支付等主流支付方式；2017 年上半年，公司基于新一代收单系统发布针对小微客群的钱客通客户端产品；银企联云服务致力于解决客户一点接入多家银行从而银企直连，2017 年前三季度公司积极推动该业务的筹建，目前官网已宣布上线。2017 年前三季度，公司支付业务交易金额完成 1990 亿元（上半年超过 1000 亿元），同比增长 418%。

图表41： 畅捷支付提供聚合支付等功能



资料来源：用友畅捷支付官网，新时代证券研究所

公司的互联网金融平台——友金所连续三年荣膺“中国新金融行业50强”，2014年成立至今业务快速发展。友金所于2014年10月正式开业上线；2014年12月24日，友金所平台交易额突破1亿元；2015年7月，友金所平台交易额突破10亿元；2016年12月，友金所平台交易额突破100亿元；2017年8月突破200亿元。友金所的主要借款客户和投资客户为企业白领、小微企业主、个体工商户，主要收入来源为借款客户支付的中介信息服务费用。根据公司官网披露，友金所的银行合作机构主要包括北京银行、上海银行。**2017年前三季度该业务的累计撮合成交金额217亿元，新增撮合成交金额107亿元，较2016年年末增长97%。**

图表42： 用友旗下互联网金融平台——友金所



资料来源：友金所官网，新时代证券研究所

供应链金融 2017 年上线，为多个行业中小企业客户提供融资解决方案：2017 年前三季度公司供应链金融业务完成系统上线工作，实现了与用友医疗公司、友云采、U 订货等用友成员机构系统的互联互通，实现了与廊坊银行、京津冀票交所等外部友商的系统打通，并实现了首单线上放款。用友的供应链金融云平台等一系列金融产品，为供应链上下游中小企业提供融资服务，通过对接企业信息系统和金融机构，已为快消、汽车、能源、电商、商超连锁等行业客户提供专业、个性化的融资解决方案。

4.2、四大应用产品系列服务金融企业及企业金融，与中关村银行、工商

银行紧密合作

以“金融科技的价值”为理念，形成四大应用产品系列，赋能中国金融企业及企业金融用户。公司进入 3.0 时期后，用友金融以“金融科技的价值”为理念，形成了 iFBP（金融商业平台）+V（管理系列）、C（业务系列）、i（云应用系列）、S（服务系列）四大应用产品系列，以平台+应用+运营的模式持续赋能中国金融企业及企业金融用户，助力实现金融科技价值。

图表43： 用友金融形成四大应用产品



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司作为第一大股东的中关村银行 2017 年下半年开始营业，与用友金融紧密合作。北京中关村银行是北京首家、全国第十三家获批的民营银行，注册资本约 40 亿元，11 家发起股东多为注册于中关村国家自主创新示范区的科技创新企业。用友作为该行的第一大股东（持股 29.80%），力争将其打造为“开放式生态型科技创新特色银行”，引领未来趋势的科技金融综合服务平台。2017 年 6 月，北京中关村银行携手用友金融公司共同打造的人财物税系统成功投产上线，中关村银行正式开始试营业，并于 7 月正式对外营业。在中关村银行“人、财、物、税、总账”系统实施过程中，用友金融结合了该行的信息化整体建设要求及详细业务需求，分别实施落地了诸多创新点。

图表44： 北京中关村银行 11 家股东



资料来源：北京中关村银行官网，新时代证券研究所

与工行深化合作，双方系统互相嵌入、相互引流，公司将为工行提供企业服务创新和升级，信息流与资金流融合有望加速数据变现。用友网络与工商银行在企业信息化阶段就开始了合作，2002 年双方便达成战略合作关系。2017 年 11 月 24 日，用友网络与中国工商银行签署《全面战略合作协议》。双方系统互相嵌入、相

互引流推广，公司将为工行提供企业服务创新和升级。用友网络云服务的企业客户数已经超过 353 万家。工行银行目前向全球 578.4 万公司客户和 5.3 亿个人客户提供广泛的金融产品与服务，积极拥抱金融科技。双方针对各自拥有的大中型企业客户，基于企业业务场景，帮助企业打通信息流与资金流，并共同为小微企业打造一站式的云服务与金融服务。

5、投资建议

预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 3.68、6.06 和 7.64 亿元，EPS 分别为 0.25、0.41 和 0.52 元，维持“推荐”评级。

6、风险提示

企业上云进展、政策落地进展、业绩不达预期风险；竞争加剧

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6606	7459	8559	10062	10951
现金	3879	4546	5248	6277	6841
应收账款	1520	1609	1926	2341	2558
其他应收款	152	143	207	215	294
预付账款	43	50	61	73	88
存货	24	35	35	48	52
其他流动资产	988	1076	1082	1107	1119
非流动资产	4313	4696	4929	5226	5563
长期投资	167	200	225	248	277
固定资产	1575	1565	1842	2169	2530
无形资产	681	752	772	797	817
其他非流动资产	1890	2180	2090	2012	1939
资产总计	10919	12155	13488	15289	16513
流动负债	4705	5459	6644	8175	8935
短期借款	1824	2352	2703	3151	3669
应付账款	402	436	751	965	1086
其他流动负债	2479	2671	3190	4059	4180
非流动负债	151	307	256	206	155
长期借款	132	254	203	153	102
其他非流动负债	19	53	53	53	53
负债合计	4856	5767	6900	8381	9089
少数股东权益	544	700	722	758	804
股本	1465	1464	1464	1464	1464
资本公积	2252	2386	2386	2386	2386
留存收益	2043	2021	2137	2300	2484
归属母公司股东权益	5519	5688	5865	6150	6621
负债和股东权益	10919	12155	13488	15289	16513

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	550	887	1062	1447	959
净利润	343	244	390	643	809
折旧摊销	148	182	170	188	221
财务费用	93	76	71	77	87
投资损失	-181	-52	-66	-70	-75
营运资金变动	-133	207	498	609	-84
其他经营现金流	279	230	0	0	0
投资活动现金流	-956	-531	-336	-416	-482
资本支出	339	340	208	274	308
长期投资	-606	-250	-24	0	-29
其他投资现金流	-1224	-441	-152	-142	-203
筹资活动现金流	1313	-22	-24	-2	87
短期借款	556	528	351	448	518
长期借款	-693	123	-51	-51	-51
普通股增加	293	-0	0	0	0
资本公积增加	1507	133	0	0	0
其他筹资现金流	-351	-806	-324	-400	-380
现金净增加额	907	324	702	1029	564

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4451	5113	6067	7324	8829
营业成本	1431	1604	1914	2292	2740
营业税金及附加	73	73	86	104	126
营业费用	1185	1313	1480	1697	2026
管理费用	1723	2031	2265	2570	3036
财务费用	93	76	71	77	87
资产减值损失	112	120	142	171	207
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	181	52	66	70	75
营业利润	13	-51	175	481	682
营业外收入	355	362	312	312	312
营业外支出	6	15	15	15	15
利润总额	362	295	471	778	979
所得税	19	51	82	135	170
净利润	343	244	390	643	809
少数股东损益	19	47	22	36	45
归属母公司净利润	324	197	368	606	764
EBITDA	597	594	760	1102	1357
EPS(元)	0.22	0.13	0.25	0.41	0.52

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	1.8	14.9	18.6	20.7	20.5
营业利润(%)	(95.7)	-504.4	439.7	175.3	41.9
归属于母公司净利润(%)	(41.2)	-39.0	86.3	64.9	25.9
获利能力					
毛利率(%)	67.9	68.6	68.5	68.7	69.0
净利率(%)	7.3	3.9	6.1	8.3	8.7
ROE(%)	5.7	3.8	5.9	9.3	10.9
ROIC(%)	5.3	4.0	5.5	7.9	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	44.5	47.4	51.2	54.8	55.0
净负债比率(%)	-21.8	(28.6)	(34.8)	(42.3)	-40.7
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.0	3.3	3.4	3.4	3.6
应付账款周转率	3.6	3.8	3.2	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.13	0.25	0.41	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.61	0.73	0.99	0.65
每股净资产(最新摊薄)	3.77	3.88	4.01	4.20	4.52
估值比率					
P/E	95.52	156.66	84.10	50.99	40.49
P/B	5.60	5.44	5.27	5.03	4.67
EV/EBITDA	50.41	50.2	38.7	26.1	21.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 用友网络业务包括软件、云服务、金融服务.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	4
图表 3: 公司客户	5
图表 4: 用友网络 2015、2016、2017Q1-Q3 各业务营收情况.....	5
图表 5: 用友网络 2015、2016、2017Q1-Q3 各业务收入增速情况	6
图表 6: 公司工业互联网领域的合作伙伴广泛.....	6
图表 7: 2017 年起, 工信部和部分省市明确提出工业互联网和“企业上云”	7
图表 8: 2017 年起, 工信部和部分省市明确提出“企业上云”	8
图表 9: 浙江省计划新增 10 万家上云企业.....	9
图表 10: 江苏“1+30+300”工程 17 年 4 月正式启动	9
图表 11: 江苏“1+30+300”工程各市推荐名额	9
图表 12: 济南市“企业上云”行动目标按行业任务分类统计.....	10
图表 13: 云南省力争 5 年全省超八成中小企业“上云”	10
图表 14: 2017 年金税三期在全国的推广将全面完成.....	11
图表 15: 国家税务总局以金税三期为依托, 全面监管企业和个人税收行为	11
图表 16: DT 时代的新范式雏形初现.....	12
图表 17: 艾瑞预计企业级云服务市场 2016-2019 复合增速超过 30%.....	13
图表 18: 用友云帮助企业带来五个方面的商业创新	13
图表 19: 美国 SaaS 发展历程	14
图表 20: Salesforce 和 Workday 最近 5 个财年营收 (亿美元)	14
图表 21: Oracle 的企业级 SaaS 发展之路	14
图表 22: 微软的企业级 SaaS 发展之路.....	15
图表 23: Adobe 的主要业务及产品	15
图表 24: 2009 年至今的 Adobe 股价及转型 SaaS 的重要事件.....	16
图表 25: 2009-2016 年 Adobe 的订阅 (SaaS) 收入及营收占比逐年提高	17
图表 26: 2009-2016 年 Adobe 的营收、毛利及营收变动.....	17
图表 27: SAP 的主要产品.....	18
图表 28: SAP 向云计算转型之路.....	18
图表 29: 2014-2016 年 SAP 的主要业务营收 (亿欧元) 及云业务占比	19
图表 30: 公司工业互联网领域的合作伙伴广泛.....	20
图表 31: 用友云业务布局	21
图表 32: 2015、2016、2017 Q1-Q3 公司云服务收入.....	22
图表 33: 2015、2016、2017Q1-Q3 公司云服务用户数	22
图表 34: 用友基于 iuap 云平台构建云生态.....	22
图表 35: 用友领域云情况	23
图表 36: 工业互联网平台功能架构图	24
图表 37: 用友工业互联网平台总体架构.....	24
图表 38: 用友工业互联网平台总体架构.....	25
图表 39: 用友工业物联云平台架构	25
图表 40: 2018 用友生态伙伴大会召开并发布“鲲鹏计划”	26
图表 41: 畅捷支付提供聚合支付等功能.....	27
图表 42: 用友旗下互联网金融平台——友金所.....	28
图表 43: 用友金融形成四大应用产品	29
图表 44: 北京中关村银行 11 家股东	29

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士，现任新时代证券计算机行业首席分析师。曾先后任职于交通银行股份有限公司总行软件开发中心3年、中国银河证券股份有限公司投资研究总部2年。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监
	固话：021-68865595转258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>