



企业服务龙头扬帆起航，乘风破浪推进 3.0 战略

2018.12.14

夏清莹（分析师）

电话：020-88832900

邮箱：xia.qingying@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310518100002

● 深耕企业服务 30 年，不断突破业务天花板，3.0 战略坚定推进。

从 1.0 财务软件到 2.0 ERP 再到 3.0 用友云时代，公司业务覆盖领域多次向外拓展，收入规模持续提升。实控人王文京为公司的转型提供有力支持。公司高度重视研发投入，占比保持 20% 以上，远高于竞争对手。公司在财务软件及传统 ERP 领域稳居国内第一，高端 ERP 位居第三。截至 2018Q3，公司营收规模加速增长，归母净利润大幅扭亏。公司的云服务和金融服务业务占比持续提升，2018Q3 云服务占 7.64%，金融业务占 21.47%，业务结构的进一步优化。

● 外部环境多项利好，产品业务全面布局，优质客户积累彰显公司竞争力。

我国云计算行业高速增长，高于全球整体增速水平。中央和地方均出台了多项政策支持“企业上云”。公司的产品业务全方位布局，纵向覆盖大中小微型企业，横向外延至多行业和应用领域。公司积累了庞大的客户基础，拥有优质客户结构，为 12 个行业、11 个应用领域、220 个细分行业提供过应用方案，截至 2018H1 软件业务累计服务用户超过 270 万家，中国 500 强企业超过 60% 与用友建立合作关系。优质的收入结构是公司在面对宏观风险时有较强抗风险能力的主要原因。此外，公司转型效果初显，用友云服务客户数高速增长超 446 万家，付费用户数突破 32 万家，2017 年中国公有云 SaaS 市场市占率位居第一。截至 2018Q3，公司与贵州、重庆、宁波、上海、天津、湖南、淄博等签署战略合作协议，入围浙江、湖南、四川、广东、辽宁、内蒙古、济南、天津、江西等多地的“企业上云”服务厂商目录或资源池，全面推动企业上云行动计划。

● 平台+应用构建云服务生态体系，云+金融业务双轮驱动。

用友 iuap 云平台聚焦 PaaS，是云应用和基础设施的重要桥梁，发挥牵引作用带动整体云业务增长。用友云服务体系由云平台、云 ERP、领域云、行业云、畅捷通云、数据服务和业务服务组成。用友精智工业互联网平台在我国处于领先地位，是公司的标杆性产品。截至 2018Q3，云市场入驻各类伙伴突破 1300 家，入驻产品及服务突破 2300 个，已发布及上市 30 款融合性产品。金融业务是公司生态体系搭建中的重要一环，为企业客户提供方便、快捷与低成本的金融服务，收入规模实现快速增长。

● 公司盈利预测与估值：

我们预计 2018-2020 年总营业收入分别为 84.79、111.65 和 143.18 亿元，归母净利润分别为 6.93、10.29 和 14.59 亿元，对应 EPS 分别 0.36、0.54 和 0.77 元，对应 PE 分别为 65.59、44.17 和 31.16 倍。分布估值法加总对应目标市值 558 亿，6 个月目标价 29.12 元，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：业务发展不及预期。

| 主要财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 6343.66 | 8478.97 | 11165.30 | 14318.40 |
| 同比(%) | 24.06% | 33.66% | 31.68% | 28.24% |
| 归属母公司净利润 | 389.08 | 693.06 | 1029.10 | 1458.86 |
| 同比(%) | 97.11% | 78.13% | 48.49% | 41.76% |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.36 | 0.54 | 0.77 |
| P/E | 90.17 | 65.59 | 44.17 | 31.16 |
| P/B | 6.05 | 7.13 | 6.37 | 5.46 |
| EV/EBITDA | 12.45 | 38.90 | 30.03 | 21.84 |

强烈推荐（维持）

现价：23.88

目标价：29.12

股价空间：21.94%

计算机行业

行业指数走势



股价表现

| 涨跌(%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|--------|--------|
| 用友网络 | -6.76 | -10.90 | -6.54 |
| 计算机 | -2.53 | -9.71 | -21.08 |
| 沪深 300 | 0.45 | -0.52 | -15.85 |

基本资料

| | |
|---------|----------------|
| 总市值（亿元） | 458 |
| 总股本（亿股） | 19.16 |
| 流通股比例 | 99.18% |
| 资产负债率 | 47.93% |
| 大股东 | 北京用友科技 有限公司 |
| 大股东持股比例 | 28.45% |

相关报告

*广证恒生-用友网络（600588）-业绩点评-云服务收入快速增长，用友 3.0 战略稳步推进-2018.10.30



目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 目录 | 2 |
| 图表目录 | 3 |
| 1. 用友 3.0 战略坚定推进，转型成果逐步显现 | 4 |
| 1.1 深耕企业服务 30 年，不断突破业务天花板 | 4 |
| 1.2 实控人持股 41.79%，为公司战略转型保驾护航 | 5 |
| 1.3 保持高研发投入水平，稳固企业龙头地位 | 6 |
| 1.4 盈利拐点显现，结构优化提升毛利率水平 | 7 |
| 2. 政策加码助力云业务，优质用户结构彰显竞争力 | 8 |
| 2.1 把握云计算发展风口，政策红利持续加码 | 8 |
| 2.2 全面覆盖大中小微型企业，拥有优质客户结构 | 9 |
| 2.3 云服务客户超 446 万家，国内公有云 SaaS 市占率位居第一 | 11 |
| 2.4 与多省市签订战略合作，打造工业互联网平台 | 12 |
| 3. 平台+应用全方位布局，云+金融业务双轮驱动 | 13 |
| 3.1 云平台发挥牵引作用，搭建云服务生态体系 | 13 |
| 3.2 打造标杆性工业互联网平台，推出特色化行业云产品 | 15 |
| 3.3 领域云满足市场专一化需求，云 ERP 聚焦成长创新企业 | 16 |
| 3.4 为企业客户提供便捷金融服务，业务规模快速提升 | 17 |
| 4. 盈利预测及估值 | 18 |
| 5. 风险提示 | 20 |



图表目录

| | | |
|--------|------------------------------|----|
| 图表 1. | 用友网络发展历程 | 4 |
| 图表 2. | 用友网络客户覆盖情况（截至 2017 年） | 4 |
| 图表 3. | 公司股东结构 | 5 |
| 图表 4. | 用友公司 3.0 战略布局 | 5 |
| 图表 5. | 用友研发投入占比情况 | 6 |
| 图表 6. | 中国 ERP 市场格局 | 6 |
| 图表 7. | 中国高端 ERP 市场格局 | 6 |
| 图表 8. | 用友在企业级应用软件市场市占率水平 | 7 |
| 图表 9. | 公司近几年营业收入情况 | 7 |
| 图表 10. | 公司近几年归母净利润情况 | 7 |
| 图表 11. | 公司业务结构占比变化 | 8 |
| 图表 12. | 公司近几年毛利率情况 | 8 |
| 图表 13. | 全球云计算市场规模及增速情况 | 8 |
| 图表 14. | 中国公有云市场规模及增速情况 | 9 |
| 图表 15. | 中国私有云市场规模及增速情况 | 9 |
| 图表 16. | 云计算部分相关政策 | 9 |
| 图表 17. | 用友软件服务业务布局 | 10 |
| 图表 18. | ERP 行业主要企业历年营收增速情况 | 10 |
| 图表 19. | 公司不同规模客户经营模式 | 11 |
| 图表 20. | 公司累计服务客户数情况 | 11 |
| 图表 21. | 公司云服务累计付费客户数情况 | 11 |
| 图表 22. | 公司软件服务客户构成（按数量） | 11 |
| 图表 23. | 公司云服务付费客户构成（按数量） | 11 |
| 图表 24. | 中国 2017 年公有云 SaaS 市场结构 | 12 |
| 图表 25. | 部分地方企业上云相关政策 | 12 |
| 图表 26. | 中国智能制造创新实践联盟合作伙伴 | 13 |
| 图表 27. | 用友 iuap 平台架构 | 14 |
| 图表 28. | 用友云服务业务概要 | 14 |
| 图表 29. | 用友精智平台架构 | 15 |
| 图表 30. | 用友“红火台”餐饮云基础架构 | 15 |
| 图表 31. | 用友采购云架构范例 | 16 |
| 图表 32. | 用友新一代云 ERP | 17 |
| 图表 33. | 公司支付业务收入情况 | 17 |
| 图表 34. | 公司支付业务交易金额情况 | 17 |
| 图表 35. | 公司互联网投融资信息服务业务收入情况 | 18 |
| 图表 36. | 友金所累计成交额情况 | 18 |
| 图表 37. | 营业收入拆分及预测（单位：百万元） | 19 |
| 图表 38. | 可比公司估值水平 | 19 |

1. 用友 3.0 战略坚定推进，转型成果逐步显现

1.1 深耕企业服务 30 年，不断突破业务天花板

用友网络深耕企业服务 30 年，历经两次战略转型，是领先的综合型、融合化、生态式的企业服务提供商。

1.0 时期：1988 年，公司以财务软件起家，为我国会计电算化做出重大贡献。1991 年公司成为我国最大的财务软件公司，至今在财务软件领域仍然保持龙头地位。

2.0 时期：1998 年公司正式发布 U8 系列产品，标志着公司核心业务从财务软件转向以 ERP 为核心的企业管理软件。2002 年公司成为我国最大的 ERP/管理软件公司，2005 年成为亚太最大的 ERP/管理软件公司，2016 年成为全球领先的企业服务提供商。

3.0 时期：2014 年起，公司开始调整企业的战略方向，结合互联网等新兴技术的兴起，陆续推出云服务及金融服务产品。2016 年，在“中国企业互联网大会”上，公司董事长王文京正式宣布公司进入 3.0 时代，从企业管理软件公司转型为以“软件+云服务+金融服务”三大核心业务的综合企业服务提供商。

图表1. 用友网络发展历程



资料来源：公开资料、广证恒生

从 1.0 时代到 3.0 时代，公司的业务覆盖领域多次向外拓展，带动了收入规模的持续提升，业务天花板也不断突破。1998 年公司初步跨入 2.0ERP 时代，营业收入规模仅 1.29 亿元。2016 年公司正式确定进入 3.0 “软件+云服务+金融服务”战略时代，营业收入规模突破 50 亿，较 1998 年 CAGR 超过 25%。

目前，公司员工超过 15000 人，旗下有 5 家公众公司（含 A 股、H 股、新三板市场），成员机构 20 余家，累计服务企业与公共组织客户超过 400 万家。

图表2. 用友网络客户覆盖情况（截至 2017 年）

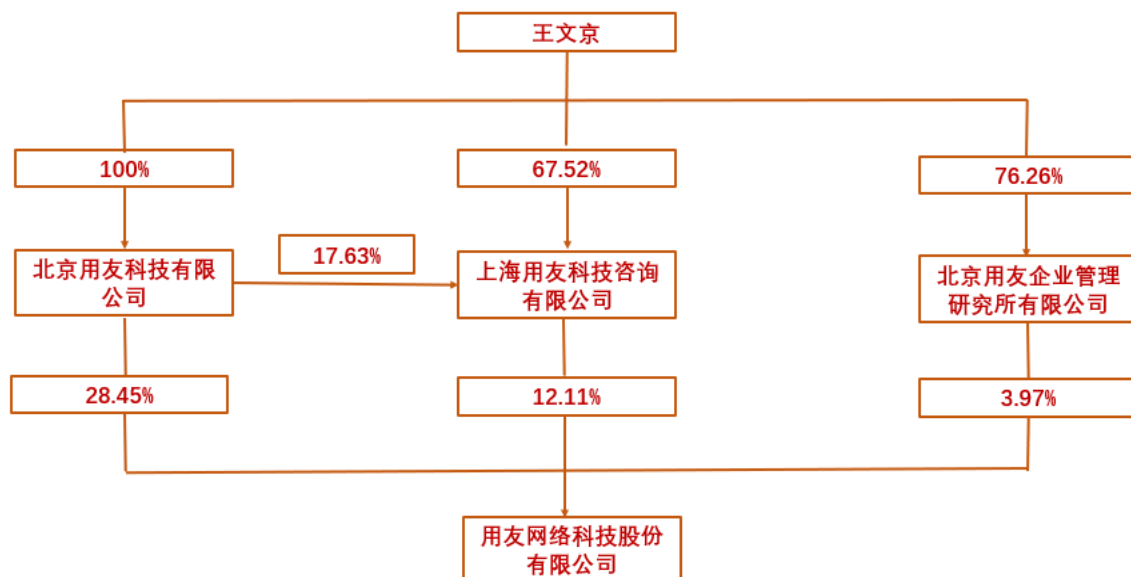
| | | | | | |
|------------------|------------------------------|------------------|----------------------|--------------------|---------------------------|
| 58% 中国千亿级企业总数 | 56% 中国500强企业 | 51% 中国制造业500强 | 60% 国内千万级旅客吞吐量机场 | 70% 国内主要港口企业 | 47% 中国医药工业百强企业 |
| 9家 中国十大名酒企业 | 80% 中国地市级以上水务、高速、轨道交通运营企业 | 6家 中国十大传统家电品牌 | 40% 中国44家农林牧渔上市企业 | 50% 国内大中型燃气运营企业 | 80% 中国省级以上国有资产投资经营平台企业 |

资料来源：公司宣传册、广证恒生

1.2 实控人持股 41.79%，为公司战略转型保驾护航

公司实际控制人为创始人王文京先生，共持股 41.79%。根据公司 2018 年三季度报数据显示，截至 2018 年三季度末，王文京先生通过控股北京用友科技有限公司、上海用友科技咨询有限公司、北京用友企业管理研究有限公司，间接持有 41.97% 的公司股权，成为公司实际控制人，在公司的战略布局中拥有很强的话语权，为公司的转型布局提供了有力的支持。

图表3. 公司股东结构



资料来源：公司公告、广证恒生

在公司股东的支持下，公司坚定执行用友 3.0 战略。公司结合云计算、大数据等创新科技技术，加强云服务业务的持续推广，实现以用友云为核心、协同软件服务和金融服务一体化的融合发展，为企业级客户提供综合性、多元化、生态式的创新一体化服务，助力企业完成数字化转型，并推动企业服务产业的平台化发展。

图表4. 用友公司 3.0 战略布局

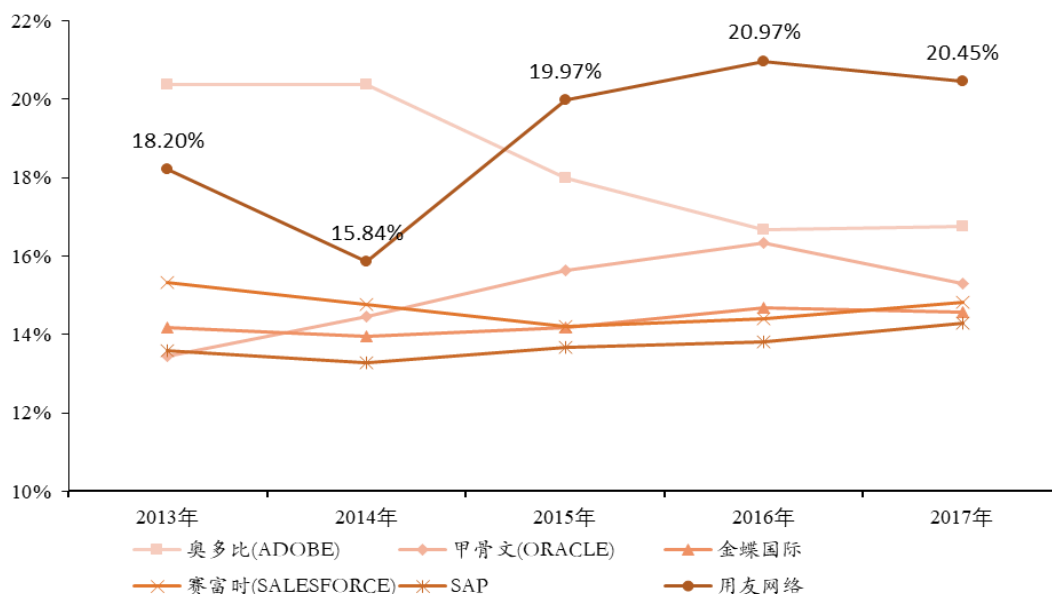


资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 保持高研发投入水平，稳固企业龙头地位

公司高度重视研发投入，自转型 3.0 战略以来研发投入占比均保持 20% 以上的高水平，远高于同行业竞争对手。公司拥有总部平台和应用研发中心，构成了中国最大的企业及公共组织应用软件和云服务研发体系，同时也是行业内领先的研发管理体系与平台。根据 2017 年报数据，公司 2017 年研发投入金额为 12.97 亿元，占营业收入比重 20.45%。截至 2017 年末，公司技术人员数量为 5189 人，占公司总人数的 34.15%；支持服务人员数量为 1566 人，占公司总人数的 10.31%。公司的研发与支持服务团队是一支基础扎实、实践经验丰富、专业合理的人才队伍，专业化的员工队伍是各业务项目顺利开展的重要保证。

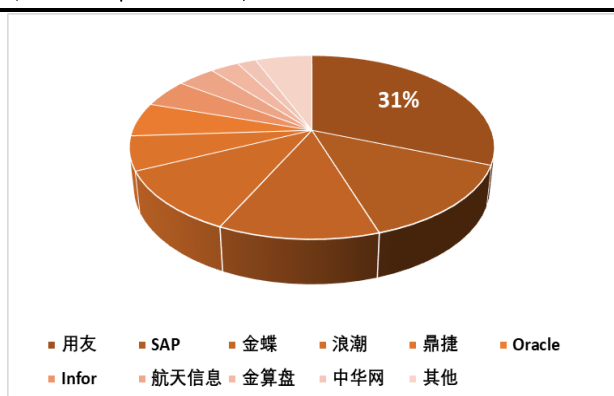
图表5. 用友研发投入占比情况



资料来源：Wind、广证恒生

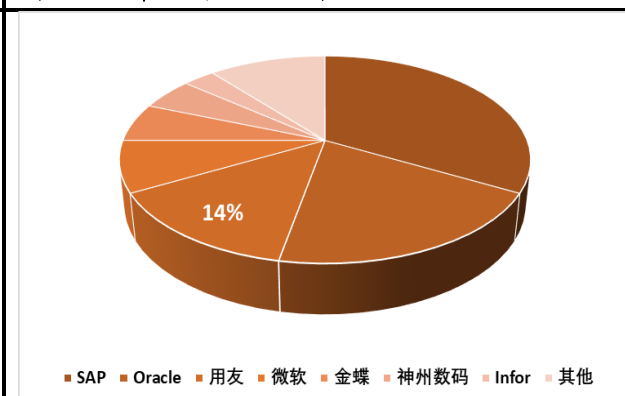
高研发投入水平有助于公司巩固其市场地位，多年来在财务软件及传统 ERP 领域稳居国内第一。根据智研咨询对 2017 年 ERP 市场的统计，用友在我国 ERP 市场占据 31% 的市场份额，具有绝对领先地位。而在高端 ERP 领域，用友也仅次于国际巨头 SAP、Oracle，占据了 14% 的市场份额。

图表6. 中国 ERP 市场格局



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、广证恒生

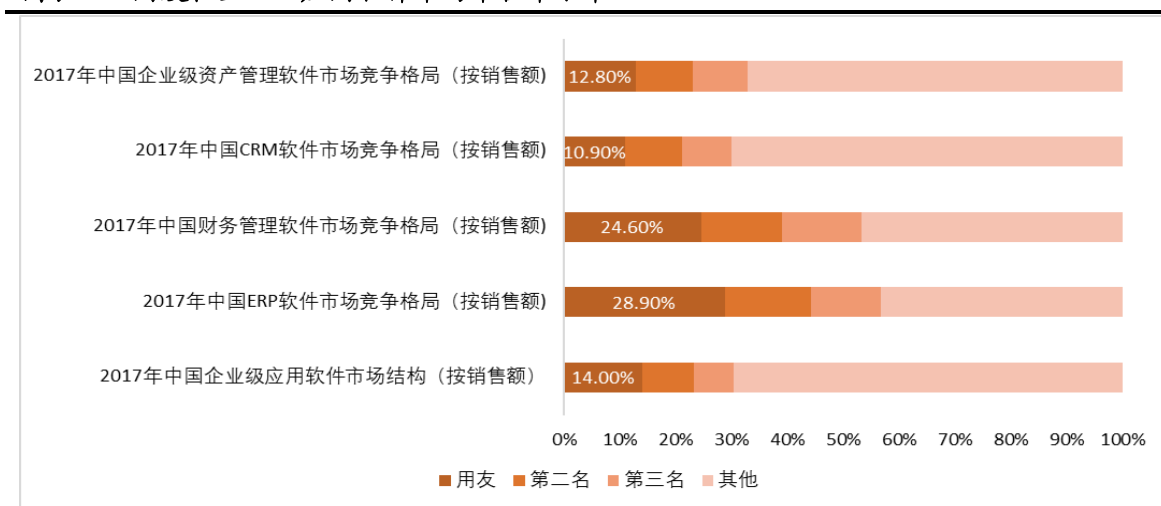
图表7. 中国高端 ERP 市场格局



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、广证恒生

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》数据统计，用友在企业应用软件市场销售额为 51.32 亿元，以 14% 的市场占比位居第一。此外，用友在 ERP 软件、财务管理软件、CRM 软件、资产管理软件等多个细分市场也均位居第一，销售额分别为 43.00 亿元、11.05 亿元、2.60 亿元和 2.39 亿元，市占率分别为 28.9%、24.6%、10.9% 和 12.8%。

图表8. 用友在企业级应用软件市场市占率水平

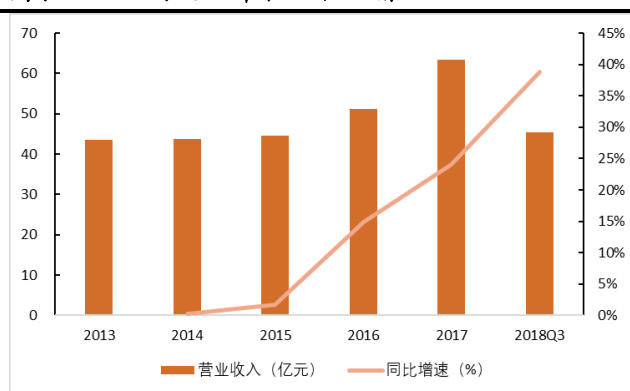


资料来源：公司公众号、赛迪顾问、广证恒生

1.4 盈利拐点显现，结构优化提升毛利率水平

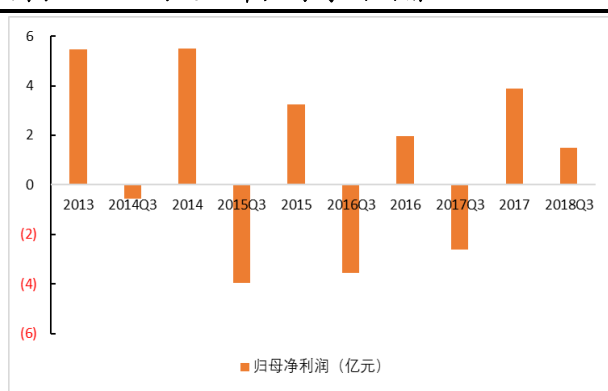
截至 2018 年 Q3，公司营收规模加速增长，归母净利润大幅扭亏。自公司进入 3.0 战略时期，公司的营业收入又重回高速增长态势。回顾近 5 年公司的营收表现，自 2016 年起，公司的营业收入增速就大幅提升。其中 2016 年、2017 年和 2018 年 Q3 的营收增速分别为 14.87%、24.06% 和 38.84%，呈现出加速增长态势。公司云服务及金融服务业务收入规模的快速增长是整体营业收入规模提升的主要原因。其中，较 2016 年相比，公司 2017 年的云服务业务规模由 1.17 亿元提升至 4.09 亿元，金融服务业务规模由 2.44 亿元提升至 8.03 亿元。同期，自 2014 年起由于加大费用投入转型布局新业务领域，公司的盈利水平受到成本费用拖累，归母净利润的表现不佳。但随着云服务和金融服务业务规模的逐步提升，新业务的规模效应及盈利能力开始体现。其中 2018 年 Q3 的归母净利润为 1.51 亿元，较去年同期大幅扭亏，是近 5 年公司前三季度累计归母净利润的首次盈利。

图表9. 公司近几年营业收入情况



资料来源：Wind、广证恒生

图表10. 公司近几年归母净利润情况



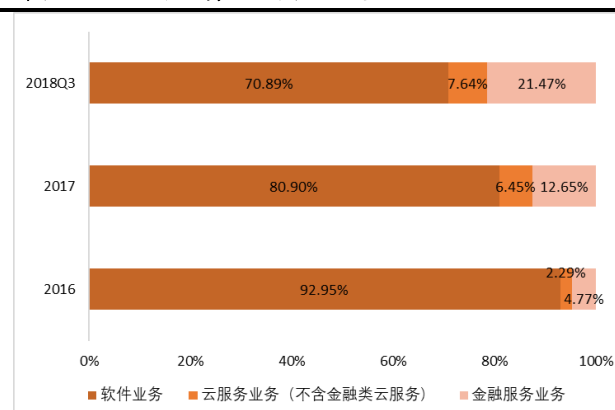
资料来源：Wind、广证恒生

随着 3.0 战略的稳步推进，公司的云服务和金融服务业务占比持续提升。其中，2018 年 Q3 公司的软件业务实现收入 32.24 亿元，同比增长 19.2%，占营业收入 70.89%；云服务（不含金融类云服务收入）实现收入 3.48 亿元，同比增长 186%，占营业收入 7.64%；金融业务（含金融类云服务收入）9.76 亿元，同比增长 117%，占营业收入 21.47%。同口径下，2017 年及 2016 年软件服务、云服务（不含金融类云服务收入）和金融业务（含金融类云服务收入）的收入占比分别为 80.90%、6.45%、12.65% 和 92.95%、2.29% 和 4.77%。

公司业务结构的进一步优化带动了毛利率水平的逐渐提升，自 2014 年以来公司的毛利率水平逐渐提升，其中 2017 年的毛利率水平为 71.43%，较 2016 年 68.64% 的毛利率提升了 2.79 个百分点。由于云服务

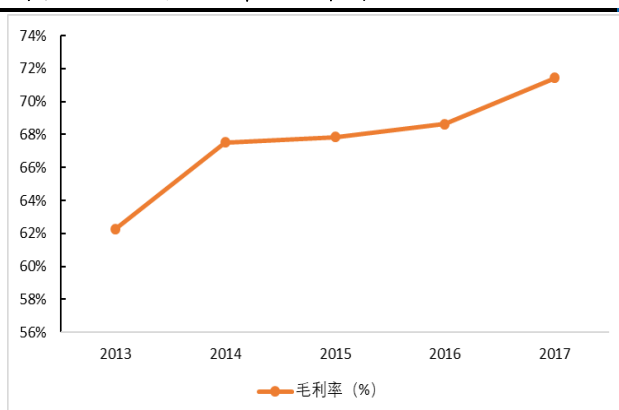
业务和金融服务的毛利率水平普遍高于软件服务业务，因此随着云服务和金融业务收入占比的持续提升，公司的业务结构会进一步优化，带动公司毛利率水平的进一步提升。

图表11. 公司业务结构占比变化



资料来源：公司公告、广证恒生

图表12. 公司近几年毛利率情况



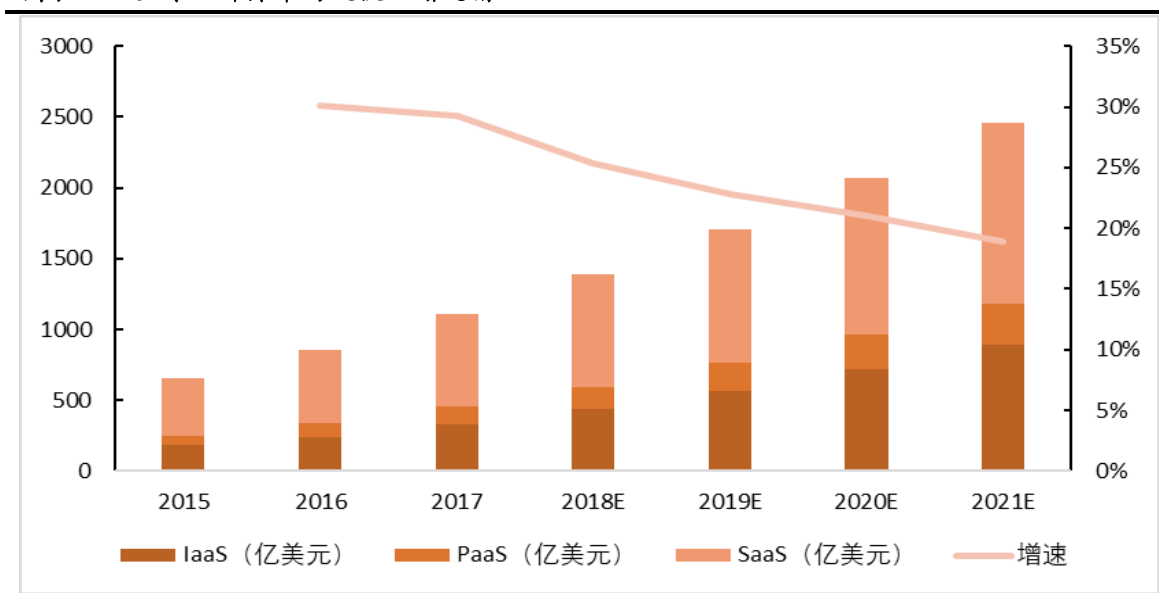
资料来源：Wind、广证恒生

2. 政策加码助力云业务，优质用户结构彰显竞争力

2.1 把握云计算发展风口，政策红利持续加码

目前，全球云计算行业处于稳健增长阶段，预计未来几年平均增速约 22%。根据 Gartner 数据，全球 2017 年以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的云计算市场规模达到 1110 亿美元，增速 29.22%。预计未来几年市场平均增长率在 22% 左右，到 2021 年市场规模将达到 2461 亿美元。其中 2017 年全球 IaaS 市场规模达 326 亿美元，增速为 35.27%，预计未来几年仍处于快速增长阶段；2017 年全球 PaaS 市场规模达 128 亿美元，增速为 28%，预计未来几年的年复合增长率将保持在 20% 以上；2017 年全球 SaaS 市场规模达 656 亿美元，增速为 26.64%，预计 2021 年增速将降低至 15% 左右。

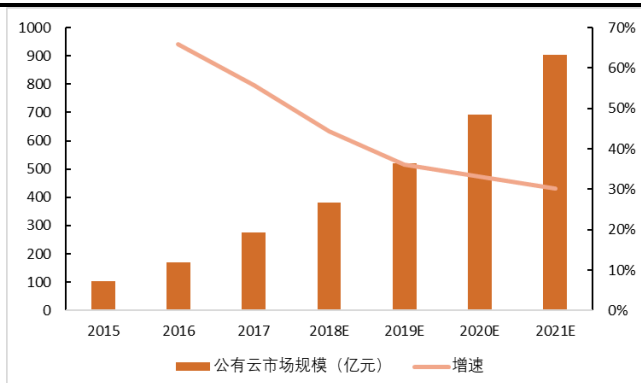
图表13. 全球云计算市场规模及增速情况



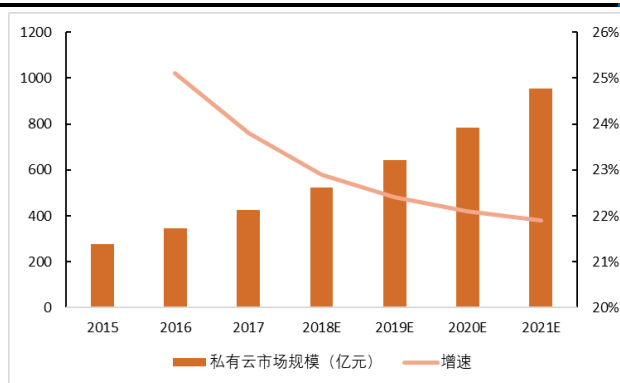
资料来源：Gartner、广证恒生

我国云计算行业增速高于全球整体增速水平，私有云市场规模约公有云市场规模的 1.6 倍。根据中国信通院统计，2017 年我国云计算整体市场规模达 691.6 亿元，增速 34.32%。其中，公有云市场规模达到 264.8 亿元，相比 2016 年增长 55.7%，预计 2018-2021 年仍将保持快速增长态势，到 2021 年市场规模将

达到 902.6 亿元；私有云市场规模达 426.8 亿元，较 2016 年增长 23.8%，预计未来几年将保持稳定增长，到 2021 年市场规模将达到 955.7 亿元。

图表14. 中国公有云市场规模及增速情况


资料来源：中国信通院、广证恒生

图表15. 中国私有云市场规模及增速情况


资料来源：中国信通院、广证恒生

我国高度重视云计算产业的发展并制定了多项政策给予支持。其中，工信部于 2017 年印发了《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》，《规划》中提出目标到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元，且能够突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平，增强对新一代信息产业发展的带动效应。2018 年，政策红利不断加码，2018 年 8 月工信部印发了《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，明确要求“到 2020 年，全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心”，推动企业利用云计算加快数字化、网络化、智能化转型。

图表16. 云计算部分相关政策

| 发布时间 | 政策名称 | 发布部门 | 主要内容 |
|-----------------|------------------------------|------|--|
| 2017 年 4 月 10 日 | 云计算发展三年行动计划（2017-2019 年） | 工信部 | 到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元 |
| 2018 年 5 月 31 日 | 工业互联网发展行动计划（2018-2020 年） | 工信部 | 到 2020 年，遴选 10 个左右跨行业跨领域平台，推动 30 万家以上工业企业上云，培育超过 30 万个工业 APP |
| 2018 年 8 月 10 日 | 推动企业上云实施指南（2018-2020 年） | 工信部 | 到 2020 年，上云比例和应用深度显著提升；全国新增上云企业 100 万家 |
| 2018 年 8 月 10 日 | 扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年） | 工信部 | 推动中小企业业务向云端迁移，到 2020 年，形成 100 个企业上云典型应用案例 |

资料来源：工信部、广证恒生

2.2 全面覆盖大中小微型企业，拥有优质客户结构

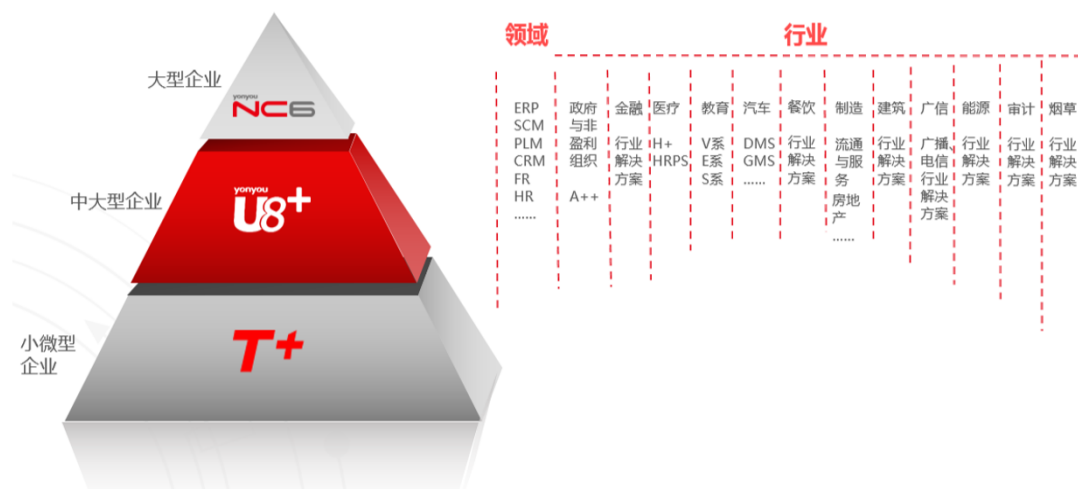
公司的产品业务全方位布局，为客户提供解决方案与专业服务业务。

纵向看，公司分别为大型、中大型和小微型企业提供不同类型的产品服务。面向集团等大型企业客户，公司主要提供 ERP 套件、行业解决方案、技术和应用平台和专业服务，产品主要包括 NC 产品线、U9 产品线、PLM 产品线，其中 NC 产品线为业务重点；面向中型企业客户，公司主要提供 ERP 套件、解决方案，主要产品为 U8+ 产品线；面向小微企业客户，公司主要提供软件包和产品支持服务，该业务主要是由公司控股子公司畅捷通信息技术股份有限公司提供。畅捷通公司聚焦小微企业财务及管理服务，面向不同成长阶段的小微企业提供专业的会计核算及进销存等管理软件。

横向看，公司以 NC 系列、U8 系列和 T 系列产品为基础外延至多行业和应用领域，不断突破企业天

天花板。其中，公司在财政、汽车、教育、金融、烟草、电信与广电、能源、审计等行业深耕细作，持续推进行业的转型升级，为行业客户创造价值。

图表17. 用友软件服务业务布局

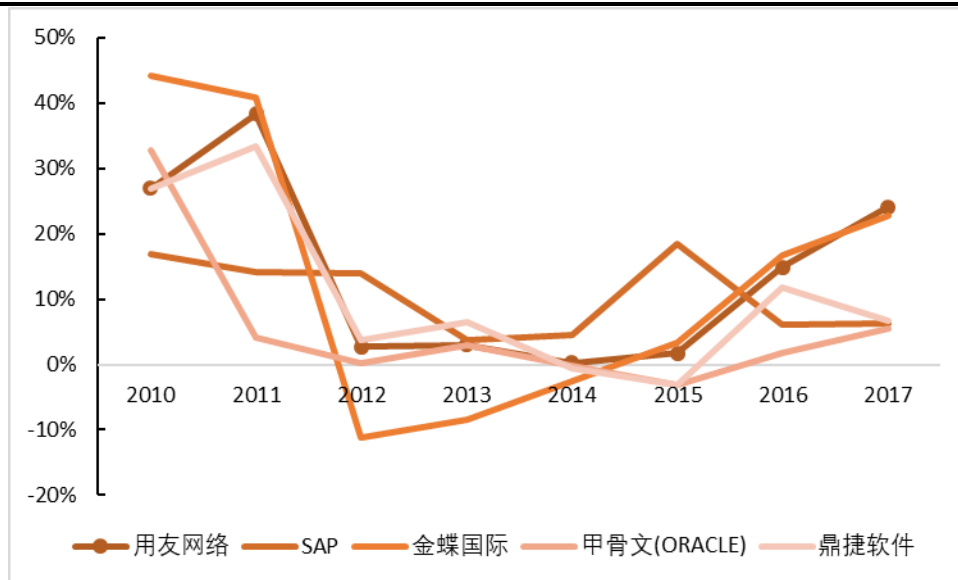


资料来源：公司公告、广证恒生

公司经过 30 年的经营，积累了庞大的客户基础，拥有优质客户结构。公司为 12 个行业、11 个应用领域、220 个细分行业提供过应用方案，截至 2018 年上半年累计服务用户超过 270 万家，其中中国 500 强企业超过 60% 与用友建立了合作关系。

优质的收入结构是公司在面对宏观风险时有较强抗风险能力的主要原因。公司的高端客户，即大型企业客户一直为公司贡献了主要的收入来源。根据 2012 及 2013 年的年报披露数据可知，高端客户的营业收入占整体营业收入的约 60%。我们认为以高端客户为主的优质收入结构是公司在 2011 到 2014 年 ERP 行业增速整体放缓的艰巨环境中，能够较竞争对手表现较好的主要原因。

图表18. ERP 行业主要企业历年营收增速情况



资料来源：Wind、广证恒生

公司拥有全国最大的营销服务网络，拥有近百家分支机构。在软件销售上，公司通过直销分销相结合的方式实施产品销售，并在软件的实施上也分为总部实施和伙伴实施两种。公司拥有近百家分支机构开展客户营销、销售、服务业务，为国内大中型企业提供及时快捷的本土化贴身服务。公司设置了海外客户事业本部，在多个地区和国家设立了营销服务机构，以拓展海外中高端业务。公司面向小微企业客户的业务目前已拥有近 2000 多家渠道合作伙伴，遍布全国各地。

图表19. 公司不同规模客户经营模式

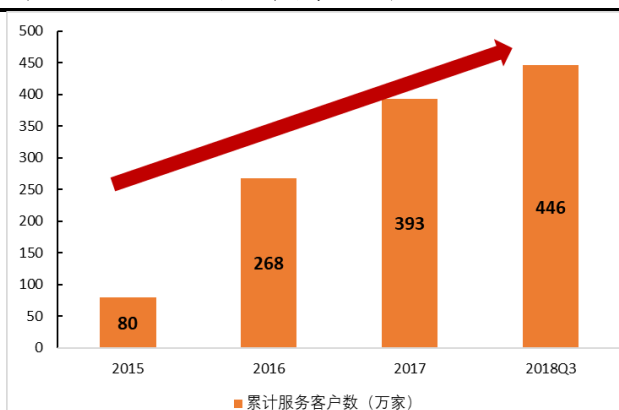


资料来源：公司公告、广证恒生

2.3 云服务客户超 446 万家，国内公有云 SaaS 市占率位居第一

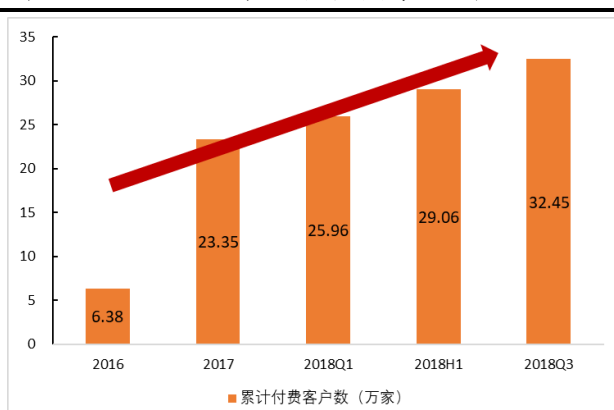
公司云服务客户数快速增长超 446 万家，付费用户数突破 32 万家。截至 2018 年上半年，公司的软件客户累计 271.09 万家，其中大中企业客户约 29.29 万家，小微企业客户约 241.8 万家。截至 2018 年三季度末，公司的云服务业务累计注册企业客户数 446 万家，云服务业务累计付费企业客户数 32.45 家，较 2017 年年末增长 39%。其中累计大中付费客户数 6.2 万家，较 2017 年年末增长 24%；小微企业付费用户数 10.3 万家，较 2017 年年末增长 47%；支付付费用户数 15.95 万家，较 2017 年年末增长 41%。

图表20. 公司累计服务客户数情况



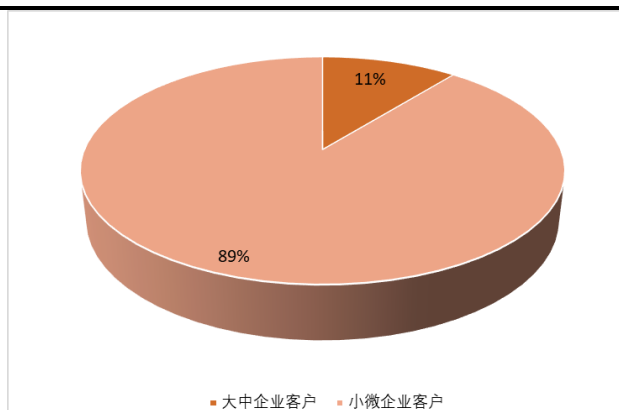
资料来源：公司公众号、广证恒生

图表21. 公司云服务累计付费客户数情况



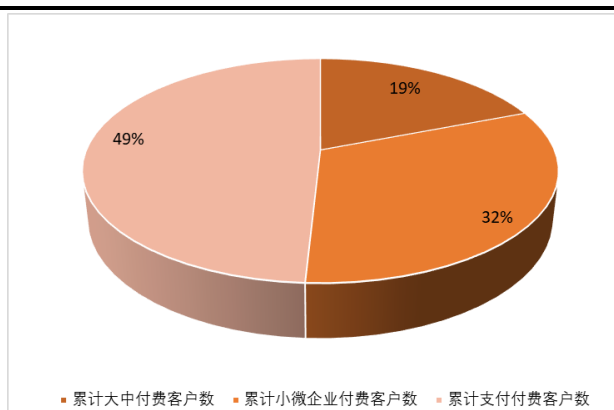
资料来源：公司公众号、广证恒生

图表22. 公司软件服务客户构成（按数量）



资料来源：公司公众号、广证恒生

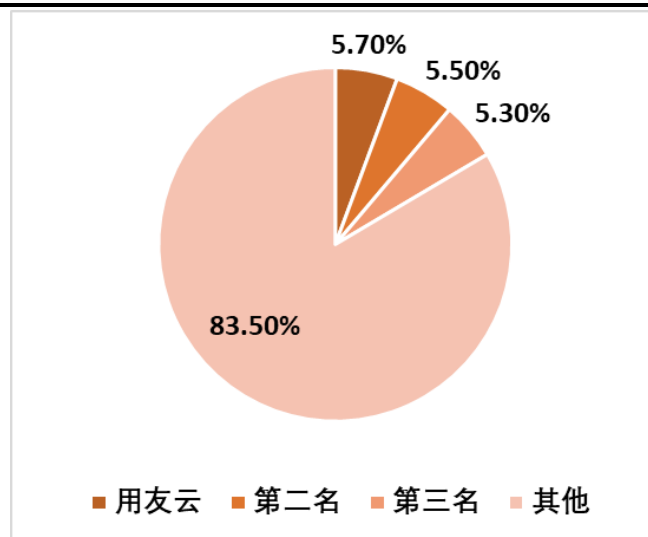
图表23. 公司云服务付费客户构成（按数量）



资料来源：公司公众号、广证恒生

公司云服务业务规模同步快速提升，2017 年中国公有云 SaaS 市场市占率位居第一。根据赛迪顾问最新发布的《2017-2018 年中国云计算市场研究年度报告》显示，用友云凭借 5.7% 的品牌市场占比，位列 2017 年中国公有云 SaaS 市场占有率第一。可以看到的是用友云的占比相较第二第三名差距很小，表明当下市场竞争环境仍然很激烈，还需持续加强投入拓展客户，保障业务龙头地位。

图表24. 中国 2017 年公有云 SaaS 市场结构



资料来源：赛迪顾问、广证恒生

2.4 与多省市签订战略合作，打造工业互联网平台

在中央出台了“企业上云”政策指引后，各地方经信委也相继出台有关政策呼应中央，积极推动“企业上云”的顺利实施。2017 年 4 月，浙江省率先提出“企业上云”政策规划，计划新增上云企业 10 万家，行业云应用平台 10 个，云应用服务商 100 家。此后，内蒙古、山东、湖南、广东、重庆、四川、山西等多个省市也都出台鼓励“企业上云”的相关政策，旨在顺利完成整体的“企业上云”指标，并发掘优质的工业互联网平台企业。

图表25. 部分地方企业上云相关政策

| 发布时间 | 发布部门 | 政策名称 | 主要内容 |
|---------|---------|---|---|
| 2017.04 | 浙江省经信委 | 浙江省“企业上云”行动计划（2017） | 新增上云企业 10 万家，行业云应用平台 10 个，云应用服务商 100 家。 |
| 2017.09 | 内蒙古经信委 | 内蒙古自治区经济和信息化委员会关于制造业“万户企业登云”三年行动计划（2018-2020） | 到 2020 年底，全区利用云应用软件和服务开展生产经营活动的制造业企业达 10 万户。 |
| 2017.10 | 山东省经信委 | 山东省实行“云服务券”财政补贴助推“企业上云”实施方案（2017-2020） | 培育国内领先的综合云平台服务商 5 家、行业云平台服务商 50 家、云应用服务商 200 家，搭建省级体验中心 30 个。 |
| 2018.02 | 湖南省经信委 | 湖南省中小企业“上云”行动计划（2018） | 2018 年底，实现全省“上云”中小企业达到 10 万家。 |
| 2018.03 | 广东省人民政府 | 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 | 到 2020 年，推动 1 万家工业企业实施数字化升级，带动 20 万家企业“上云上平台”。 |
| 2018.05 | 重庆市人民政府 | 重庆市深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网实施方案 | 到 2020 年，2 万家企业“上云上平台”，实施 100 个试点示范项目。 |

| 发布时间 | 发布部门 | 政策名称 | 主要内容 |
|---------|---------|--------------------------------------|---|
| 2018.05 | 四川省人民政府 | 四川省“两化深度融合，万家企业上云”三年行动计划（2018-2020年） | 到2020年，新增上云企业10000家以上，遴选上云示范企业100家。 |
| 2018.06 | 山西省人民政府 | 山西省“企业上云”三年行动计划（2018-2020年） | 全省上云企业突破万家，形成典型标杆应用案例100个，搭建省级体验中心3-5个。 |

资料来源：各政府经信委、广证恒生

公司与各地政府合作推动企业上云，带动云服务业务进一步增长。截至2018年三季度末，公司与贵州省经信委、重庆市经信委、浙江宁波市经信委等签署战略合作、与上海、天津、湖南、淄博等地政府签署战略合作协议；公司入围浙江省、湖南省、四川省、广东省、辽宁省、内蒙古自治区、济南市、天津市、江西省等多地的“企业上云”服务厂商目录或资源池，全面推动企业上云行动计划；公司还加入内蒙古、广东佛山等区域工业互联网联盟，加强工业互联网平台的建设。目前，与湖北省合作的工业云（用友）平台已经正式发布并上线运营。

2018年6月，工信部网站公示的“2018年工业互联网创新发展工程拟支持项目名单”中，公司中标了“任务五（工业互联网平台试验测试）”项目，成为中标的八家企业之一，体现了公司在国内工业互联网平台领域的领先地位。

为更好的服务工业企业上云，公司联合国内外优势行业厂家，发起成立了中国智能制造创新实践联盟。联盟旨在联合各行业领域国内外领先企业，优势互补，融合发展，形成软硬一体化的解决方案，服务于中国制造企业智能化升级。联盟包括三类伙伴：一是基础支持伙伴，提供网路通信、云计算、主机服务、虚拟化服务等；二是关键技术伙伴，提供工业互联、数据采集、智能硬件、产品标识、手持终端、工位终端等技术支撑；三是业务拓展伙伴，提供工业机器人、智能仓储、自动化工程、激光设备等服务。

图表26. 中国智能制造创新实践联盟合作伙伴



资料来源：公司官网、广证恒生

3. 平台+应用全方位布局，云+金融业务双轮驱动

3.1 云平台发挥牵引作用，搭建云服务生态体系

用友iuap云平台聚焦PaaS，是支撑云应用和衔接云基础设施的重要桥梁。公司高度重视PaaS平台的重要性，在研发各类云应用产品的同时重点打造了iuap云平台。用友iuap云平台聚集了SaaS（软件应用服务）、DaaS（数据服务）、BaaS（业务运营服务）等多项应用服务产品，适配多种IaaS，是公司基于30年以来在各行业、领域积累的重要产物。

用友云平台通过了中国信息安全测评中心分级评估EAL3+级安全评测，安全性已达国内PaaS平台的

最高标准，并荣获了中国软件行业协会颁发的“2018 创新云服务平台”奖。在 2018 年前三季度，公司的云平台产品顺利在中广核、中国建筑等央企完成上线，并签约了三一重工、绿城、澳洋、南通化纤、华新丽华等大型标杆客户。

图表27. 用友 iuap 平台架构



资料来源：公司公告、广证恒生

用友云平台服务能够发挥牵引作用，带动整体云业务实现快速增长。公司利用云平台+应用的创新服务模式、架构模式和组织协作模式作为云业务驱动力，为企业客户提供统一的数字化工作台和数字企业建模服务。平台支持混合云应用模式，能够与 NC、U8 等多类软件产品集成应用。同时，平台还能够连接第三方应用与生态伙伴，有助于搭建云服务生态体系。

用友云服务体系由云平台、云 ERP、领域云、行业云、畅捷通云、数据服务和业务服务组成。其中，领域云主要包括财务云、人力云、采购云、营销云、协同云、电子发票、云通信等；行业云主要包括工业云、建筑云、汽车云、金融云、能源云、财政云、餐饮云、医疗云等。截至 2018 年三季度末，用友云市场入驻各类伙伴突破 1300 家，入驻产品及服务突破 2300 个，在产品融合层面取得实质性突破进展，已发布及上市 30 款与用友云融合的产品。

图表28. 用友云服务业务概要



资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 打造标杆性工业互联网平台，推出特色化行业云产品

用友精智工业互联网平台是用友云在工业企业的全面应用，在我国工业互联网平台领域处于领先地位，是公司标杆性的工业互联网平台产品。用友精智在用友云平台基础上，强化了工业物联网云平台，融合了大数据、云计算、移动互联网、物联网、人工智能等现代信息网络技术，核心是为工业企业提供设计云、制造云、服务云、分析云、营销云、采购云、财务云、人力云、协同云、金融云以及第三方 SaaS 服务。2018 年上半年，用友精智工业互联网平台被赛迪顾问评选为中国工业云平台十强之一。

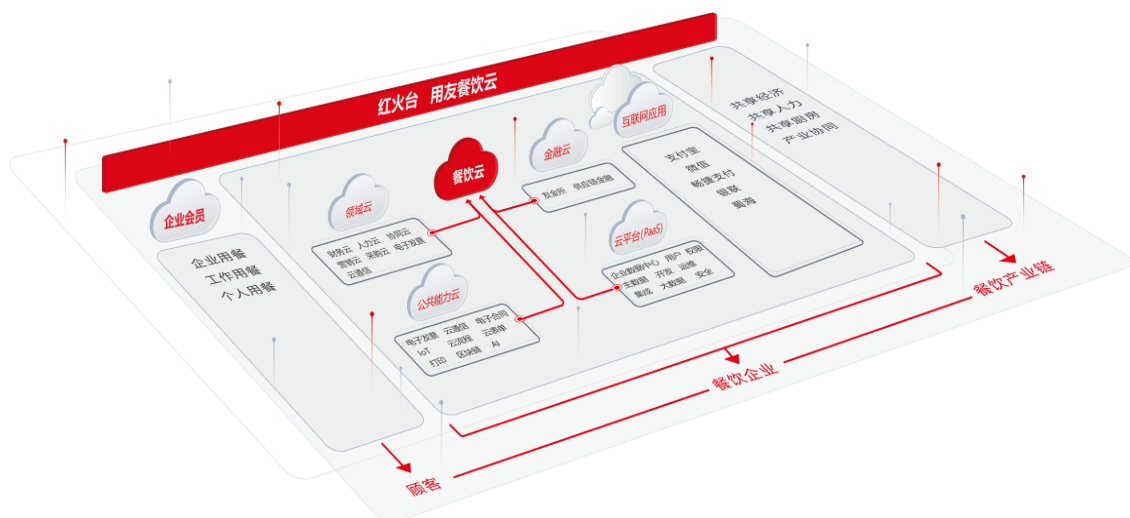
图表29. 用友精智平台架构



资料来源：公司官网、广证恒生

除工业领域外，用友还在建筑、餐饮、能源、医疗、财政、教育、汽车、烟草等多行业研发并推出了多款行业云产品。其中，用友建筑云服务有限公司提供面向建筑行业的 PaaS 云服务以及面向建筑行业的 SaaS 云服务；用友能源公司推出的“能源云”，帮助能源行业企业“云化”和“互联网化”，陆续中标了中广核、三峡集团、大唐集团等云平台标杆客户；用友烟草公司签单行业首家财务共享中心项目并成功上线运行；红火台餐饮云服务有限公司聚焦餐饮行业，面向餐企、餐饮供应链企业及餐企消费者，为餐企提供基于云服务模式的 SaaS 及综合运营服务。

图表30. 用友“红火台”餐饮云基础架构



资料来源：公司官网、广证恒生

3.3 领域云满足市场专一化需求，云 ERP 聚焦成长创新企业

公司的领域云业务主要包括营销云、协同云、人力云、财务云和采购云，能够满足市场上对单一功能模块的专业、深度需求，拓展了企业的客户市场范围。

- 营销云产品包括超客营销、友会员、友订货、红人点点等。营销云的经营模式为向客户提供企业互联网数字营销、移动 CRM 以及网上经销商平台服务，获得运营服务收入、应用服务收入、信息和数据服务收入、推广第三方厂商应用服务获得的分润收入以及其他增值服务收入；

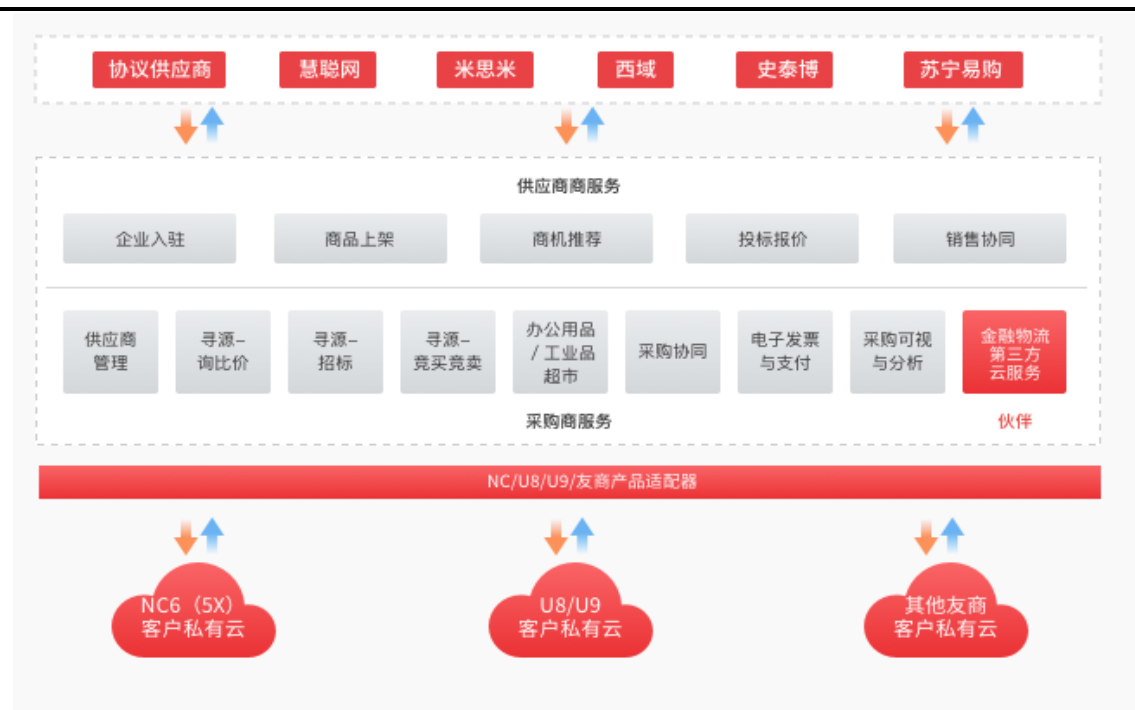
- 协同云核心产品是友空间。友空间是面向大中型企业与组织打造的社交化沟通协作与协同办公平台，以融合、开放、连接三大特性，利用即时通讯等互联网工具和技术，为企业提供沟通协作、协同办公等核心价值，帮助企业实现云端业务开展，提高工作与管理效率；

- 人力云业务包括友人才、薪福社等产品。友人才为企业提供专业的招聘服务、人事服务、员工服务和共享服务工作台，帮助企业精准获取高质量人才，增强员工体验和团队协作，提升服务运营效率，助力 HR 更专注战略，促进数字化决策，保持人才领先。薪福社提供高质量的人事外包、薪税、福利服务，为企业 HR 提供全方位的支持，实现企业人力成本与业务成本的优质匹配，使得成本费用率持续可控，助力企业精益管理，充分激发人才潜能；

- 财务云为企业提供以智能报账（友报账）、智能核算、智能共享为核心的财务服务。友报账为企业提供专业化的报账服务和连接服务，创造企业财务新价值；智能核算服务为企业提供自动实时的财务核算、财务报表与分析服务，并提供财税自动化、电子归档自动化、监管报送自动化服务。

- 采购云是企业互联网采购服务平台，核心产品是友云采。友云采提供云采超市、工业品超市、供应商门户协同三个交易场景服务，为办公用品、MRO 工业品、BOM 原材料不同品类采购提供一站式服务。友云采立足采购方的企业互联网采购服务平台，构建全球供应商网络资源库，帮助企业实现全球采购，构建数字商业新生态。

图表31. 用友采购云架构范例



资料来源：公司官网、广证恒生

用友的云 ERP 产品延续传统的软件服务产品系列，目前推出了面向中型客户的 U8cloud 产品，主要聚焦成长型、创新型企业。U8cloud 能够为企业提供一体化的云 ERP 解决方案，采用互联网新技术，支持公有云、混合云、专属云的部署，融合了交易、服务、管理于一体的整体解决方案。通过云模式、低成本、快速部署、即租即用帮助企业免除硬软件投入并快速搭建企业管理架构。

图表32. 用友新一代云 ERP



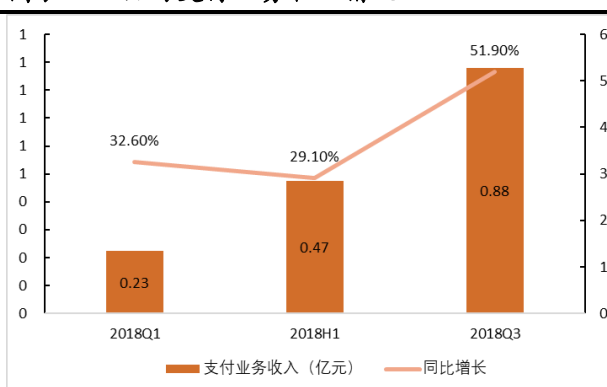
资料来源：公司官网、广证恒生

3.4 为企业客户提供便捷金融服务，业务规模快速提升

金融业务是公司生态体系搭建中的重要一环，与各类云应用协同链接，为企业客户提供方便、快捷与低成本的金融服务，主要包括支付结算、供应链金融、现金管理、企业征信、数据风控等业务。从收入构成看，公司的金融服务业务主要包括面向企业的支付服务业务和互联网投融资信息服务业务。其中，企业支付服务业务由公司控股子公司北京畅捷通支付技术有限公司提供。畅捷支付主要提供包括聚合支付、POS收单、网银支付、快捷支付、扫码支付、代收/代付、鉴权等多种服务，取得了中国人民银行颁发的《支付业务许可证》，可开展全国范围内互联网支付和银行卡收单业务；互联网投融资信息服务业务由公司控股子公司深圳前海用友力合金融服务有限公司提供。友金所致力于提供专业的全流程金融信息服务，打造安全、便捷、丰富的互联网投融资信息服务平台。

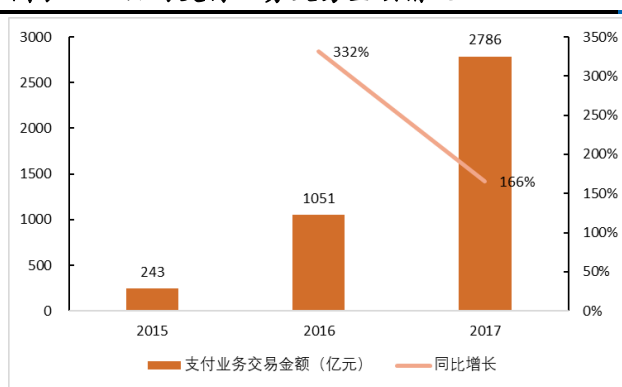
自公司开展企业支付业务以来，支付业务交易金额及收入均实现快速增长。其中，截至 2017 年末，支付业务交易金额约为 2786 亿元，较去年同期增长 166%。2018 年 Q1-Q3 支付业务收入分别实现 0.23、0.24 和 0.41 亿元，前三季度累计实现 0.88 亿收入，较去年同期增长 51.90%。

图表33. 公司支付业务收入情况



资料来源：公司公告、广证恒生

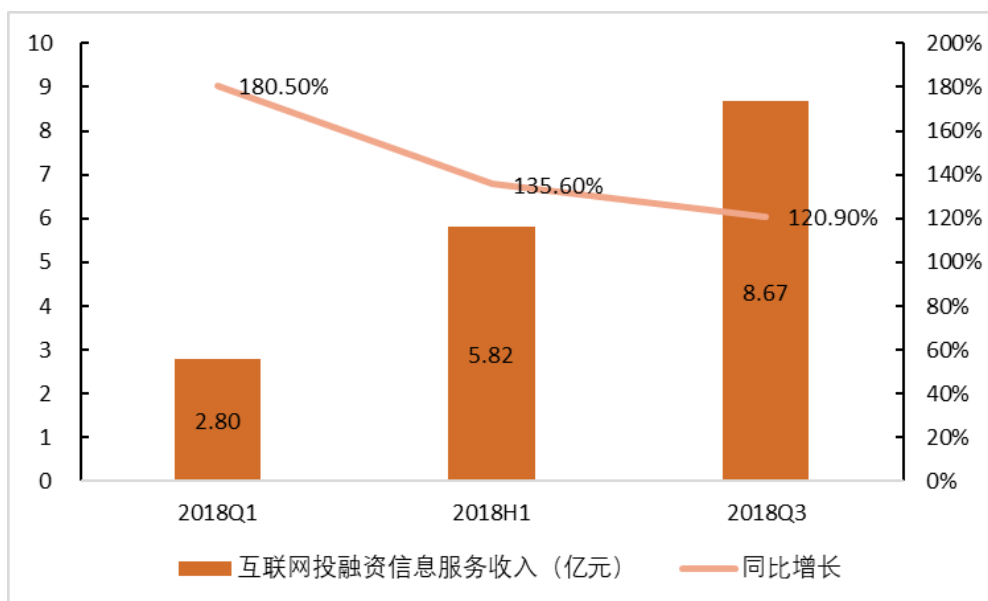
图表34. 公司支付业务交易金额情况



资料来源：公司公告、广证恒生

公司互联网投融资信息服务业务的累计撮合成交金额持续突破，收入规模也保持 100% 以上的高增长。截至 2018 年 Q3，公司的互联网投融资信息服务收入为 8.67 亿元，较全年同期增长 120.9%。截至 2018 年 10 月 15 日，友金所累计成交 387 亿元，环比持续增长。

图表35. 公司互联网投融资信息服务业务收入情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表36. 友金所累计成交额情况



资料来源：公司官网、广证恒生

4. 盈利预测及估值

关键假设：

- 1、软件业务保持龙头地位及竞争力，客户结构稳定，除宏观经济压力影响外，企业 IT 投入行业景气度不发生重大变化；
- 2、云服务业务续费率保持稳中有升，云业务收入占比逐步稳健提升；
- 3、金融服务业务监管环境不发生重大变化，交易金额保持稳健增长；
- 4、云服务及金融服务占比提升会带来毛利率的结构性优化，但考虑到企业 IT 支出减少的下行压力，假设毛利率水平保持稳定水平。



分业务营业收入预测：

软件服务业务：由于公司的客户结构中大型企业占比较高，我们认为公司在宏观环境压力较大的情况下具备较强的抗风险能力。根据 2018 年前三季度情况显示，企业信息化投入加强，有较强的数字化、智能化转型意愿，软件业务收入同比增长 19.2%。因此我们预计公司的软件服务业务收入 2018-2020 年的增速分别为 18%、15% 和 13%。

云服务业务（不含金融类云服务）：我们认为公司云服务业务尚处于起步阶段，且受益于各地企业上云政策的推动，能够继续保持高速增长。根据 2018 年前三季度情况显示，公司云服务收入同比增长 186%。考虑基数扩大的因素，我们预计云服务业务（不含金融类云服务）收入 2018-2020 的增速分别为 100%、80% 和 60%，且收入占比逐年稳步提升。

金融类业务：公司金融类业务主要由企业支付业务和互联网投融资信息服务业务组成。第三方支付市场处于高速增长时期，我们预计支付业务收入能够继续保持高速增长；互联网投融资信息服务业务随着规模的增加，坏账风险有所增加，因此我们预计收入增速会略有放缓。综合判断我们预计 2018-2020 年金融类业务收入的增速分别为 100%、70% 和 50%。

图表37. 营业收入拆分及预测（单位：百万元）

| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业总收入 | 6343.66 | 8478.97 | 11165.30 | 14318.40 |
| 增长率 | 24.06% | 33.66% | 31.68% | 28.24% |
| 毛利率 | 71.43% | 71.62% | 71.58% | 71.14% |
| 软件服务 | 5132.13 | 6055.91 | 6964.30 | 7869.65 |
| 增长率 | 8.00% | 18.00% | 15.00% | 13.00% |
| 云服务（不含金融类云服务） | 408.99 | 817.97 | 1472.35 | 2355.76 |
| 增长率 | 249.90% | 100.00% | 80.00% | 60.00% |
| 金融类（含金融类云服务） | 802.55 | 1605.09 | 2728.66 | 4092.99 |
| 增长率 | 229.30% | 100.00% | 70.00% | 50.00% |

资料来源：公司公告、广证恒生

基于 2019 年预测数据，采取分部估值法：云服务（不含金融）业务预计 19 年营业收入 14.72 亿元，结合可比公司估值及公司发展阶段，给与 8 倍 PS，对应约 118 亿市值；软件服务业务预计 19 年营业收入 69.64 亿元，考虑业务协同及龙头溢价，给予软件服务 20% 净利率、19 年 25 倍 PE，对应约 348 亿市值；金融类业务预计 19 年营业收入 27.29 亿元，结合支付业务及互联网投融资业务行业上市公司净利率水平，给与 28% 净利率、19 年 12 倍 PE，对应约 92 亿市值。

我们预计 2018-2020 年总营业收入分别为 84.79、111.65 和 143.18 亿元，归母净利润分别为 6.93、10.29 和 14.59 亿元，对应 EPS 分别 0.36、0.54 和 0.77 元，对应 PE 分别为 65.59、44.17 和 31.16 倍。分布估值法加总对应目标市值 558 亿，6 个月目标价 29.12 元，维持“强烈推荐”评级。

图表38. 可比公司估值水平

| 证券名称 | 收盘价（元） | 总市值（亿元） | 2019EPS（元） | 2019 营收（亿元） | 2019PE | 2019PS |
|-----------|--------|---------|------------|-------------|------------|--------|
| 金蝶国际 | 8.00 | 263.84 | 0.14 | 34.88 | 55.34 | 7.56 |
| 鼎捷软件 | 10.20 | 27.00 | 0.25 (TTM) | / | 41.6 (TTM) | / |
| SAP | 103.34 | 1238.01 | 4.13 (TTM) | / | 25.1 (TTM) | / |
| Oracle | 47.32 | 1792.46 | 3.23 | / | 14.67 | / |
| Aodobe | 245.55 | 1198.61 | / | 109.17 | / | 10.98 |
| Saleforce | 140.09 | 1071.69 | / | 161.80 | / | 6.62 |
| 用友网络 | 23.88 | 457.52 | 0.54 | 111.65 | 44.17 | 4.10 |

资料来源：Wind、港澳资讯、广证恒生



5. 风险提示

- 宏观环境下行，企业 IT 投入缩减超预期，从而软件业务发展不及预期；
- 云产品续费率不及预期，云服务业务发展不达预期；
- 金融监管加严，互联网投融资业务坏账率提升，金融服务业务发展不达预期。



附录：公司财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：百万元 | | | | | 单位：百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 7279 | 5285 | 5134 | 6564 | 营业收入 | 6344 | 8479 | 11165 | 14318 |
| 现金 | 4022 | 1689 | 643 | 990 | 营业成本 | 1812 | 2407 | 3174 | 4132 |
| 应收账款 | 1495 | 2120 | 2903 | 3866 | 营业税金及附加 | 95 | 124 | 165 | 210 |
| 其它应收款 | 237 | 177 | 186 | 200 | 营业费用 | 1417 | 2037 | 2761 | 3534 |
| 预付账款 | 58 | 54 | 56 | 55 | 管理费用 | 2334 | 2798 | 3573 | 4439 |
| 存货 | 32 | 33 | 33 | 33 | 财务费用 | 169 | 86 | 11 | 18 |
| 其他 | 1435 | 1212 | 1314 | 1419 | 资产减值损失 | 299 | 209 | 254 | 232 |
| 非流动资产 | 6755 | 6089 | 6646 | 6679 | 公允价值变动收益 | 0 | -1 | -0 | -0 |
| 长期投资 | 1642 | 921 | 1281 | 1101 | 投资净收益 | 72 | 20 | 20 | 20 |
| 固定资产 | 2098 | 2577 | 2935 | 3223 | 营业利润 | 676 | 838 | 1248 | 1773 |
| 无形资产 | 682 | 673 | 624 | 592 | 营业外收入 | 18 | 20 | 22 | 24 |
| 其他 | 2333 | 1917 | 1805 | 1763 | 营业外支出 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 资产总计 | 14034 | 11374 | 11780 | 13243 | 利润总额 | 686 | 849 | 1260 | 1787 |
| 流动负债 | 6925 | 3704 | 3295 | 3516 | 所得税 | 126 | 156 | 231 | 328 |
| 短期借款 | 3450 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 560 | 693 | 1029 | 1459 |
| 应付账款 | 453 | 444 | 449 | 447 | 少数股东损益 | 171 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3022 | 3260 | 2846 | 3070 | 归属母公司净利润 | 389 | 693 | 1029 | 1459 |
| 非流动负债 | 368 | 401 | 460 | 511 | EBITDA | 1061 | 1168 | 1547 | 2115 |
| 长期借款 | 305 | 356 | 407 | 458 | EPS（摊薄） | 0.20 | 0.36 | 0.54 | 0.77 |
| 其他 | 63 | 45 | 54 | 54 | | | | | |
| 负债合计 | 7293 | 4105 | 3755 | 4028 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 892 | 892 | 892 | 892 | 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 股本 | 1464 | 1903 | 1903 | 1903 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 2219 | 1780 | 1780 | 1780 | 营业收入增长率 | 24.1% | 33.7% | 31.7% | 28.2% |
| 留存收益 | 2220 | 2694 | 3450 | 4640 | 营业利润增长率 | 1416.0% | 23.9% | 49.0% | 42.1% |
| 归属母公司股东权益 | 5801 | 6377 | 7133 | 8323 | 归属于母公司净利润增长率 | 97.1% | 78.1% | 48.5% | 41.8% |
| 负债和股东权益 | 14034 | 11374 | 11780 | 13243 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 71.4% | 71.6% | 71.6% | 71.1% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 | 8.8% | 8.2% | 9.2% | 10.2% |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | ROE | 5.9% | 9.9% | 13.5% | 16.9% |
| 经营活动现金流 | 1475 | 725 | 104 | 887 | ROIC | 7.1% | 10.9% | 13.4% | 16.4% |
| 净利润 | 560 | 693 | 1029 | 1459 | 偿债能力 | | | | |
| 折旧摊销 | 213 | 233 | 276 | 310 | 资产负债率 | 52.0% | 36.1% | 31.9% | 30.4% |
| 财务费用 | 169 | 86 | 11 | 18 | 净负债比率 | 54.11% | 16.04% | 16.22% | 17.12% |
| 投资损失 | -72 | -20 | -20 | -20 | 流动比率 | 1.05 | 1.43 | 1.56 | 1.87 |
| 营运资金变动 | 15 | -199 | -1202 | -880 | 速动比率 | 1.05 | 1.42 | 1.55 | 1.86 |
| 其它 | 590 | -68 | 10 | -0 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | -2740 | 425 | -812 | -334 | 总资产周转率 | 0.48 | 0.67 | 0.96 | 1.14 |
| 资本支出 | -454 | -487 | -364 | -426 | 应收账款周转率 | 4.09 | 4.69 | 4.45 | 4.23 |
| 长期投资 | 2395 | 943 | -409 | 139 | 应付账款周转率 | 4.08 | 5.36 | 7.11 | 9.23 |
| 其他 | -4681 | -31 | -38 | -47 | 每股指标（元） | | | | |
| 筹资活动现金流 | 569 | -3484 | -338 | -206 | 每股收益（最新摊薄） | 0.20 | 0.36 | 0.54 | 0.77 |
| 短期借款 | 1098 | -3450 | 0 | 0 | 每股经营现金流（最新摊薄） | 1.01 | 0.38 | 0.05 | 0.47 |
| 长期借款 | 51 | 51 | 51 | 51 | 每股净资产（最新摊薄） | 3.96 | 3.35 | 3.75 | 4.37 |
| 普通股增加 | -0 | 439 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积金增加 | -167 | -439 | 0 | 0 | P/E | 90.17 | 65.59 | 44.17 | 31.16 |
| 其他 | -412 | -85 | -388 | -256 | P/B | 6.05 | 7.13 | 6.37 | 5.46 |
| 现金净增加额 | -696 | -2334 | -1046 | 348 | EV/EBITDA | 12.45 | 38.90 | 30.03 | 21.84 |

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。