

推荐（维持）

风险评级：中风险

2019年8月12日

魏红梅

SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119410  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：罗炜斌

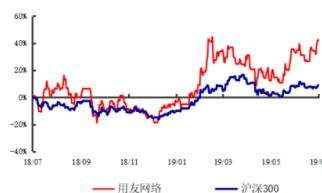
SAC 执业证书编号：  
S0340119020010  
电话：0769-23320059  
邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

主要数据（截至 2019/08/09）

收盘价(元)	27.71
总市值(亿元)	688.91
总股本(百万股)	2,486.13
流通股本(百万股)	2,475.42
ROE (TTM)	12.73%
12月最高价(元)	40.38
12月最低价(元)	20.80

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 相关报告

## 用友网络（600588）深度报告

云计算生态领航者，长足发展值得期待

## 投资要点：

- 以企业管理软件为根，云业务转型成效显著。公司多年来深耕企业管理软件，凭借优质的财务软件及ERP逐步奠定在企业软件市场的龙头地位。2015年，公司发布以云计算为核心的3.0转型战略，形成云服务、软件、金融服务三位一体的新布局。随着研发投入的加大，公司不断突破技术瓶颈，陆续推出多款与旗下软件深度融合的云产品。目前，用友3.0战略已全面铺开。云业务已成为公司业务增长的重心，多项财务先行指标持续向好，PaaS/SaaS/BaaS/DaaS业务人均创收近三年复合增长率高达134.06%，云转型的成效不断展现。
- ERP自主可控行业领先，覆盖高端及长尾市场。公司已成功研发出适用于不同企业规模的标准化及定制化软件，其中包括面向大型企业的NC系列、中型企业的U8系列以及小微企业的T系列，全面覆盖高端及长尾客户市场。同时，公司针对垂直行业的定制化服务及解决方案亦不断成熟，行业影响力逐步扩大。受益完善的产品体系及标杆产品的核心竞争力，公司ERP、财务管理、资产管理软件等产品的市场份额大幅领先行业竞争对手，稳坐行业头把交椅。
- 重磅云产品陆续落地，生态繁荣指日可待。一方面，公司不断推进SaaS云应用的落地，先后发布U8 Cloud、NC Cloud等旗舰云ERP，针对小微企业的云应用及领域云模块亦逐步推出，产品体系不断完善。受益多年来软件业务B端客户的积累，公司在推动企业上云具备无可比拟的先发优势，有望为云业务的持续发展提供长足的支撑。另一方面，公司加快建立iUAP云平台，积极推动“SaaS+PaaS”用友云生态的建立，分别从中台架构、生态伙伴两方面提升生态的高度和广度。其中，公司2018年发布用友鲲鹏计划，通过汇集行业优秀开发者、凝聚行业技术骨干，既能起到补充和完善用友云模块的作用，又能进一步扩大用友云生态的行业影响力。在云市场商城的蓬勃发展下，用友云生态繁荣未来可期。
- 受益政策东风，精智工业互联网平台持续推进。制造业顶层设计《中国制造2025》确立了发展制造业信息化的总目标后，工业互联网头号文件及配套细则陆续落地，从平台建设、试点工作等多个方面为发展工业互联网保驾护航。用友精智工业互联网平台是基于iUAP平台搭建，能够为工业企业无缝集成用友核心SaaS及第三方SaaS服务，在推进企业生产效率及经济效益上效果突出。受益政策的大力推动，目前精智平台在全国各地区的建设工作正有序推进，截至2019年8月，已有5个区域子平台上线运行；尚有9个地方的子平台处于建设当中，地区渗透不断提升。
- 投资建议：维持谨慎推荐评级。随着用友3.0战略全面铺开，公司正从企业软件龙头转型为云计算“SaaS+PaaS”生态领导者。在云计算的大潮下，我们认为公司各项云业务的持续推进，一方面将为业绩增厚带来长足的驱动力；另一方面，亦有望进一步推动用友云的生态繁荣，在“SaaS+PaaS”双领域抢占先机。因此，维持推荐评级。预计公司2019-2020每股收益为0.33元和0.47元，对应PE为84.2倍和58.52倍。
- 风险提示：技术及产品推进不及预期，行业竞争加剧等。

## 目 录

1. 公司简介：以企业管理软件为根，云业务转型成效显著 .....	4
2. 软件业务：ERP 自主可控行业领先，覆盖高端及长尾市场 .....	6
3. 云服务业务：重磅产品陆续落地，生态繁荣指日可待 .....	11
4. 工业互联网：受益政策东风，精智平台持续推进 .....	23
5. 投资建议 .....	25
6. 风险提示 .....	25

## 插图目录

图 1：用友发展历程 .....	4
图 2：用友 3.0 战略 .....	4
图 3：用友软件业务营收 .....	5
图 4：PaaS/SaaS/BaaS/DaaS 服务营收 .....	5
图 5：用友近 3 年研发投入 .....	5
图 6：用友近 3 年研发投入占营收比例 .....	5
图 7：用友近 5 年预收账款 .....	6
图 8：用友近 5 年经营性现金流流入 .....	6
图 9：软件业务人均创收 .....	6
图 10：PaaS/SaaS/BaaS/DaaS 服务人均创收 .....	6
图 11：2000 年-2017 年中国工业就业人员平均工资 .....	7
图 12：2000 年-2017 年中国工业企业利润总额 .....	7
图 13：全球 ERP 软件市场规模 .....	8
图 14：我国 ERP 软件市场规模 .....	8
图 15：我国整体 ERP 软件市场竞争格局 .....	8
图 16：我国高端 ERP 软件市场竞争格局 .....	8
图 17：公司软件行业地位 .....	9
图 18：软件产品、领域及行业解决方案 .....	9
图 19：云计算示意图 .....	11
图 20：全球云计算市场规模 .....	13
图 21：我国云计算市场规模 .....	14
图 22：我国公有云市场规模 .....	14
图 23：我国公有云细分层级市场规模 .....	14
图 24：云计算发展三年行动计划（2017-2019 年） .....	15
图 25：Force 平台 .....	16
图 26：用友云产品 .....	18
图 27：U8 Cloud 产品 .....	18
图 28：NC Cloud 产品 .....	19
图 29：NC Cloud 功能 .....	19
图 30：用友客户覆盖情况（截至 2017 年） .....	20
图 31：iUAP 云平台 .....	21
图 32：用友鲲鹏计划部分生态合作伙伴 .....	22
图 33：精智工业互联网架构 .....	24
图 34：精智工业互联网区域平台 .....	25
图 35：精智工业互联网数据 .....	25

## 表格目录

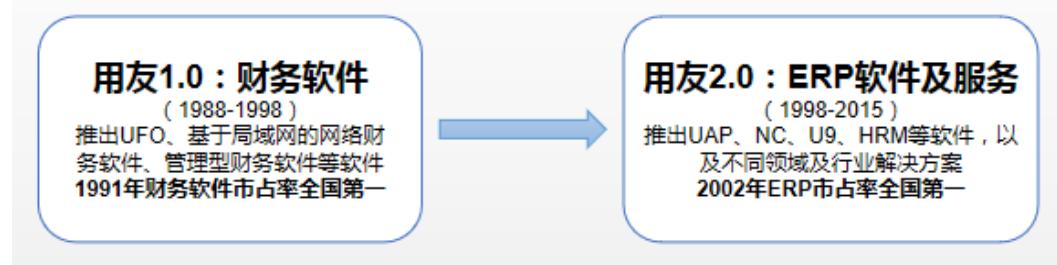
表 1 : 软件产品 .....	10
表 2 : 垂直行业解决方案 .....	10
表 3 : 云计算与传统 IDC 对比 .....	12
表 4 : 云计算层级架构 .....	12
表 5 : 政府对云计算的政策支持 .....	15
表 6 : 云 ERP 优势 .....	15
表 7 : iUAP 中台布局 .....	21
表 8 : 生态合作伙伴分类 .....	22
表 9 : 云市场商城数据 .....	22
表 10 : 《中国制造 2025》将通过“三步走”实现制造强国的战略目标 .....	23
表 11 : 工业互联网相关政策 .....	24
表 12 : 公司盈利预测简表（截至 2019/08/12） .....	25

## 1. 公司简介：以企业管理软件为根，云业务转型成效显著

### 1.1 用友 3.0 战略全面铺开

国内领先的企业软件开发商之一。公司成立于 1988 年，早期抓住国内企业财务信息化的契机，凭借优质的财务软件迅速下渗国内市场，1991 年即取得全国财务软件市占率第一的位置。随着企业信息化程度的提升，单一财务管理软件已不能满足企业生产经营需要，公司 1998 年开启 2.0 战略，加快布局 ERP 软件，进一步联动企业财务、人力、采购、生产等全流程，为企业科学管理及决策提供系统支持。对此，公司相继推出 NC 系列、U 系列等 ERP 系统，全面覆盖高中低端客户，产品体系渐趋完善。在多个 ERP 系列及领域模块的加持下，公司多年来始终保持国内企业应用软件行业领先地位。

图 1：用友发展历程



数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

以云转型为核心，3.0 战略全面铺开。近年来，伴随着国内经济发展进入快速路，企业的生产经营活动不断扩大，原有信息系统的负荷日渐加大，对数据存储、数据安全、运行效率等需求有增无减。因此，公司 2015 年发布 3.0 战略，确立以云计算为核心的转型方向。通过推动系统上云，改变本地运行的方式，针对性地解决庞大数据储存、数据处理效率等问题。在 3.0 战略下，公司形成以云计算为基础，云服务、软件、金融服务三位一体的布局。在云业务持续推进下，公司 2017 年占据我国公有云 SaaS 市场第一位。

图 2：用友 3.0 战略

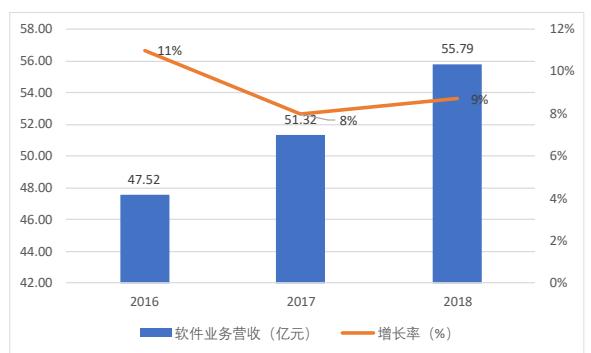


数据来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

## 1.2 业务多点开花，云转型效果显著

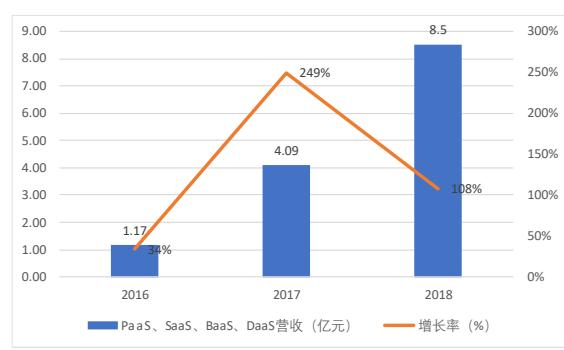
**软件业务稳步增长，云业务弯道超车。**公司2018年软件收入为55.79亿元，同比增长8.7%，近3年增速有所放缓；未来在国内企业信息化需求的推动下，预计软件业务仍能保持平稳发展。反观云业务，目前已成为公司业务增长的重心。2018年云服务业务收入达到20.94亿元，同比增长72.77%。其中，PaaS/SaaS/BaaS/DaaS收入8.5亿元，同比增长108%；支付服务、互联网投融资收入分别同比增长81.8%和51.8%，整体发展进入高速路。预计在公司3.0战略的持续推进下，云业务服务将迎黄金发展时期。

图3：用友软件业务营收



数据来源：wind, 东莞证券研究所

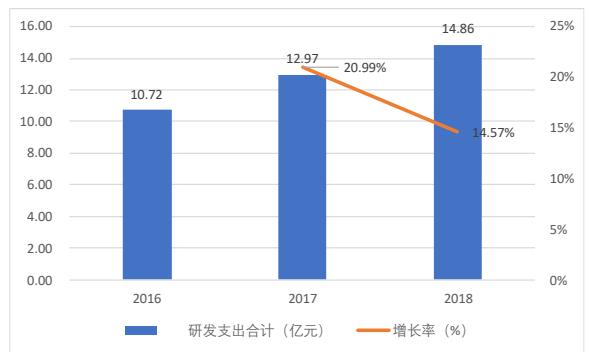
图4：PaaS/SaaS/BaaS/DaaS 服务营收



数据来源：wind, 东莞证券研究所

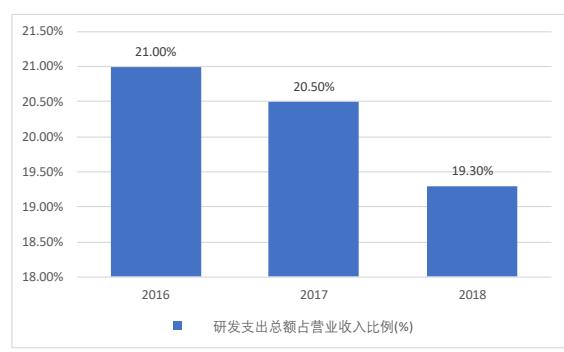
**研发投入不断加码，云业务产品线持续拓宽。**公司不断加大云计算的研发投入，全面推进用友云与旗下软件的深度融合。其中，公司2018年研发投入达到14.86亿元，同比增长近15%，连续2年保持双位数的高速增长。同时，公司2018年研发投入占营收的占比达到19.3%，高于行业中位数近12个百分点，投入占比处于行业第一梯队。受此带动，公司不断突破技术瓶颈，用友云平台、云ERP、领域云等多款云产品的研发与迭代时间不短缩减，产品线进一步拓宽。其中，公司2018年成功推出NC Cloud，采用最新混合云技术架构，不仅集成用友ERP各模块，同时也能无缝适配用友领域云及第三方SaaS应用，不断推动企业实现数字商业化转型。

图5：用友近3年研发投入



数据来源：wind, 东莞证券研究所

图6：用友近3年研发投入占营收比例



数据来源：wind, 东莞证券研究所

**先行指标持续向好，人均创收高增长。**与传统软件一次性收取客户软件购置费不同，公司云业务的收入主要依赖企业每年订阅服务所缴纳的费用，逐年确认的订阅模式往往较为稳定及持续。而逐年确认的订阅费用则主要通过预收账款来反映，自2015年云转型

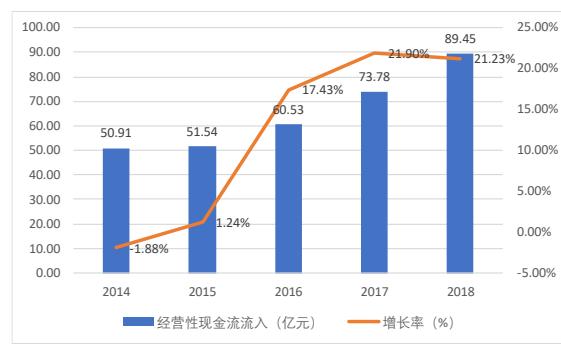
以来，公司预收账款的增速逐年提升，2018年预收账款达到10.8亿元，同比大幅增长26.3%。同时，公司经营性现金流自2016年起持续改善，流入额连续3年保持双位数的增长，进一步从侧面凸显公司云业务的持续推进。再者，从人均创收来看，公司2018年PaaS/SaaS/BaaS/DaaS服务人均创收达到38.57万元，近三年复合增长率高达134.06%，而传统软件业务近三年复合增长率仅为6.05%。

图7：用友近5年预收账款



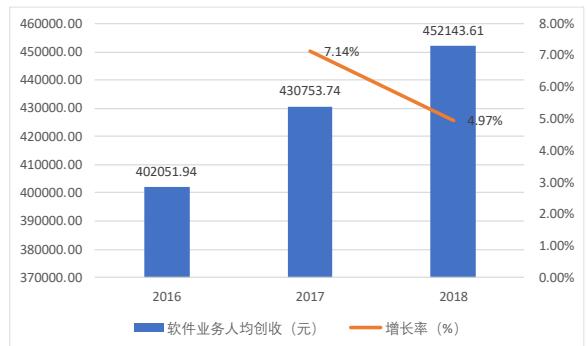
数据来源：wind, 东莞证券研究所

图8：用友近5年经营性现金流流入



数据来源：wind, 东莞证券研究所

图9：软件业务人均创收



数据来源：wind, 东莞证券研究所

图10：PaaS/SaaS/BaaS/DaaS服务人均创收



数据来源：wind, 东莞证券研究所

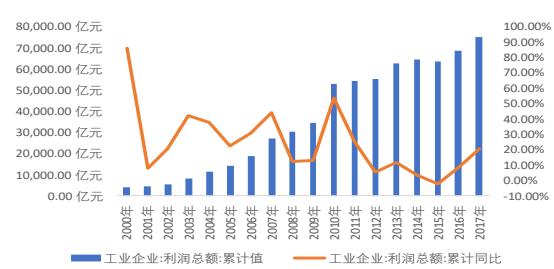
## 2. 软件业务：ERP自主可控行业领先，覆盖高端及长尾市场

### 2.1 经济发展出现新挑战，信息化管理为大势所趋

**劳动力生产成本激增。**随着我国工业出现飞速发展，中国工业就业人员的平均工资也出现增长。从2012年-2017年的数据来看，工业就业人员的平均工资复合增长率为6.15%，而同期的工业企业利润总额复合增长率仅为5.09%。就业人员的平均工资复合增长率大于工业企业利润总额的复合增长率；同时，工业企业利润总额的增长趋势整体出现放缓，面对用人成本的持续攀升，企业生产经营压力进一步加大。

**图 11：2000 年-2017 年中国工业就业人员平均工资**


数据来源: wind, 东莞证券研究所

**图 12：2000 年-2017 年中国工业企业利润总额**


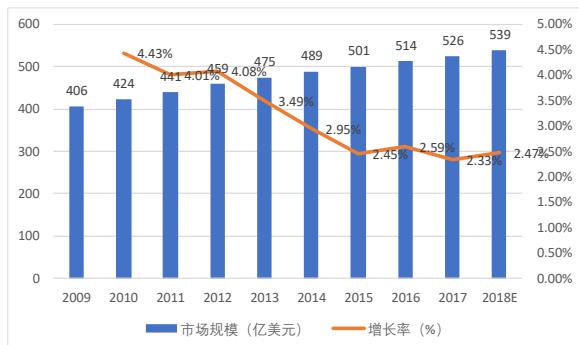
数据来源: wind, 东莞证券研究所

此外，过往我国经济发展主要通过资源要素投入，走的是粗放式的发展模式，并没有进行精细化管理。在此情况下，资源浪费及环境污染问题也自然而然地出现。为保证可持续发展，国家对资源以及环境的约束亦随之产生。在过去，不少企业在资源以及环保问题上存在忽视，当出现约束时，企业或产生难以适应的情况，生产成本突然增加，企业的运营也难以持续。

**信息化管理为大势所趋。**面对企业间竞争加剧、生产成本上升、企业内部管理效率低下等问题，关键在于有效整合企业内部资源，提升企业运行效率，降低不必要的资源浪费。企业管理软件由此产生，它对采购、生产、成本、库存、分销、运输、财务、人力资源等进行统筹管理，从而达到最佳资源组合。而早期的企业管理软件仅针对单一模块设计，如专门面向财务、人力资源等，将生产经营的各流程割裂开来，往往导致模块与模块间缺乏有效交互及整合。因此，后期企业软件朝着一体化整合的方向发展，逐步衍生出集物流、信息量、资金流一体化管理的企业管理软件，即 ERP (Enterprise Resource Planning)。

## 2.2 我国 ERP 市场潜力巨大，高端 ERP 亟需国产替代

**全球市场增长趋缓，我国市场空间巨大。**由于 ERP 在 90 年代的时候已经开始渗透欧美市场，经过多年的普及，ERP 在欧美发达国家的市场空间逐渐饱和，从而导致近年全球 ERP 市场整体呈现增长放缓的迹象。据前瞻数据，2017 年全球 ERP 市场规模为 526 亿美元，同比增长 2.33%，增速自 2010 年起不断下滑。细分市场来看，我国 ERP 市场仍保持较快的增长。我国 2017 年 ERP 市场规模为 238.8 亿元，同比增长 14.1%，增速保持高位；预计 2018 年市场规模有望达到 265.1 亿元。由于我国经济以中小企业为主，早期 ERP 过高的实施成本往往是掣肘企业信息化的重要障碍。然而经过多年的技术发展，国内厂商 ERP 开发技术渐趋成熟，边际开发成本逐步降低，低成本、微小型、简操作的 ERP 已成为可能，长远来看，有助于加速 ERP 在我国中小企业的渗透。

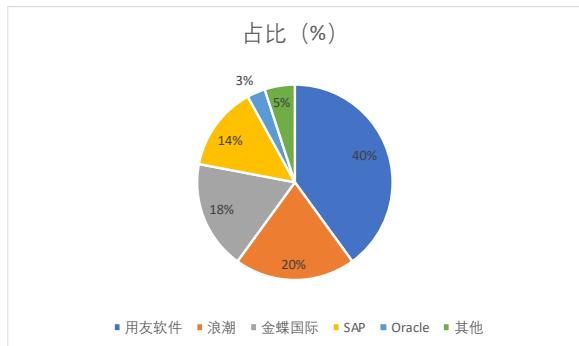
**图 13: 全球 ERP 软件市场规模**


数据来源: 前瞻经济学人, 东莞证券研究所

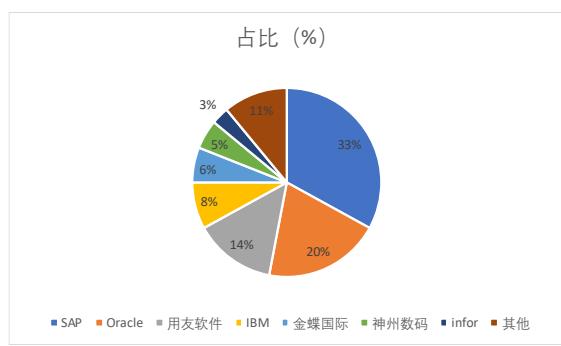
**图 14: 我国 ERP 软件市场规模**


数据来源: 前瞻经济学人, 东莞证券研究所

**中低端 ERP 压制性胜利, 高端 ERP 国产替代刻不容缓。**经过多年的技术累积及本土化优势, 我国厂商打破了国际大厂在国内 ERP 市场的垄断。2017 年国内 ERP 市占率前 3 的厂商均为本地厂家, 分别为用友、金蝶、浪潮, 市占率合计达到 78%, 行业话语权不断提升。但在高端 ERP 领域, 我国市场仍被国际大厂 SAP、Oracle 把持, 2017 年两者的市场份额超过 50%; 而国内厂商仅用友市占率超过 10%。由于 ERP 涉及企业生产经营的方方面面, 同时高端 ERP 客户以国企、大型民企等涉及国计民生和经济支柱的企业为主, 在近年中兴事件、华为事件的背景下, 实现高端 ERP 国产替代刻不容缓。

**图 15: 我国整体 ERP 软件市场竞争格局**


数据来源: 前瞻经济学人, 东莞证券研究所

**图 16: 我国高端 ERP 软件市场竞争格局**


数据来源: 前瞻经济学人, 东莞证券研究所

### 2.3 产品自主可控, 覆盖多元客户

**从财务软件到 ERP, 深耕企业软件市场。**公司成立 30 年以来, 始终以企业需求为导向, 针对不同行业、不同领域推出标准化及定制化软件, 从早期单一的财务模块、人力资源模块等延伸发展成整合了企业财务、业务、生产等全流程管理的 ERP, 进一步推动企业经营信息化、决策智能化, 实现各模块的全方位协同。据赛迪顾问报告显示, 公司自 2016 年连续 2 年在我国企业级应用软件市场占有率为第一。细分市场来看, 2017 年 ERP 软件、财务管理软件、资产管理软件的国内市场占有率为 28.9%、24.6%、12.8%, 细分市场份额同样大幅领先行业竞争对手, 稳坐行业头把交椅。

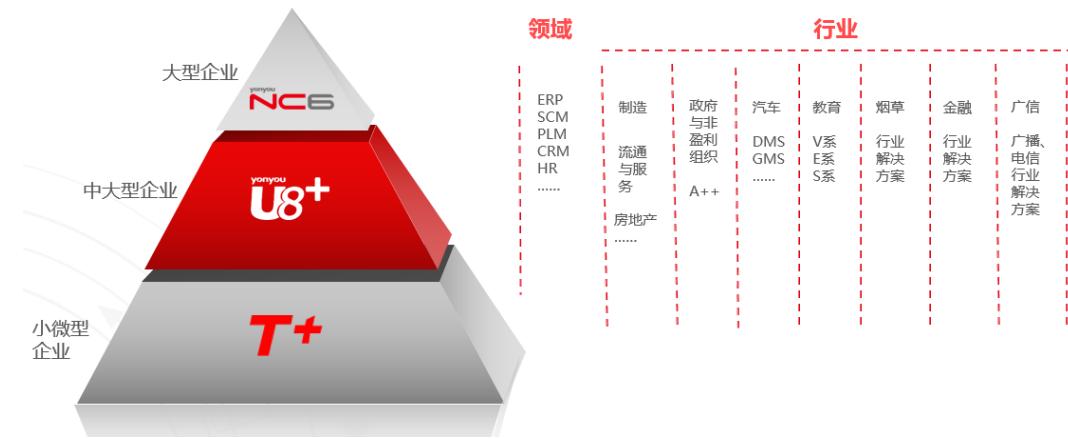
图 17: 公司软件行业地位



数据来源: 驱动中国, 东莞证券研究所

**产品布局日渐完善, 覆盖高端及长尾市场。**公司已自主研发出适用于不同企业规模的标准化软件, 涵盖企业财务、人力资源、数字营销、商业分析等多个范畴, 建立了完善的企业ERP产品体系。同时, 公司亦可根据企业客户的具体需求, 提供相应模块、功能的增删减, 满足定制化需求。目前, 公司ERP软件体系包括面向大型企业的NC系列、中型企业的U8系列以及小微企业的T系列, 全面覆盖高端及长尾客户市场。

图 18: 软件产品、领域及行业解决方案



数据来源: 公司年报, 东莞证券研究所

其中, NC系列为公司的核心高端ERP。通过聚焦“客户”、“人”、“财”、“物”、“技术”等五方面, 分别建立数字化营销生意平台、人力资本管理与共享协同工作平台、集团财务管控平台、供应链与制造管理运营平台以及计算平台, 全面实现企业智能化、精细化管理。公司高端ERP客户包括茅台、中国国旅、中国南方航空等多个知名企业。

面向小微企业的产品则由公司旗下的畅捷通提供服务。主要产品包括单一模块(如财务管理、进销存、客户管理等)或一体化管理系统T+、T6。其中, “好会计”普及版年费

仅 498 元起, OA 系统 3800 元/年起, 通过提供低成本、高质量的系统, 进一步吸引长尾用户市场。截至 2018 年底, 畅捷通软件业务累计服务企业客户超过 147 万间, 同比增加 12.21%, 用户规模逐年扩大。

**表 1: 软件产品**

面向客户	产品	销售模式	标杆产品情况	代表客户
大型企业	NC6、U9、HCM、iSM 等	直销	NC: 作为大型企业的工作平台、运营平台、管理平台、生意平台, 聚焦企业的核心业务, 包括: 财务与共享服务、人力资源管理、数字营销与 O2O、智能制造、商业分析业务等, 帮助企业实现管理转型升级。为 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 个细分领域的行业实践。	茅台、中国国旅等
中型及成长型企业	U8+、PLM、CRM 等	分销	U8: 为成长型企业提供了十二大互联网应用模式, 包括营销服务一体化、电子商务、供应链协同、设计制造一体化、精益生产、精细管控、人力资源、办公协同、移动应用、大数据分析、社交化协同和云服务, 成长型企业可以按照不同的管理需求, 选择合适的模式。	合锐赛尔、生辉照明等
小微企业 ( 畅捷通 )	T 系列、G 系列	分销	T 系列: 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, 为企业管理者提供多角度的经营数据分析, 帮助管理者洞察企业经营变化, 做好决策分析。	恒茂五金、永康商贸等

资料来源: 公司官网, 东莞证券研究所

**积极深挖垂直行业及领域解决方案。**由于行业间的属性、业务等存在较大的差异, 导致标准化的软件在渗透不同行业时存在一定的适用性障碍。因此, 公司通过成立专门针对细分行业的子公司, 如用友政务软件公司、用友汽车信息科技公司等 6 间子公司, 积极深挖垂直行业的行业属性。子公司除了提供针对特定行业的定制化软件外, 如社保基金管理软件、烟草行业预算管理系统等, 同时也提供针对相应行业的 SI 咨询服务。通过以点带面的方式, 公司在政务、金融等细分行业优势尽享; 其中, 公共财政管理软件的市场占有率连续三年保持第一名, 金融软件覆盖我国 90% 的银行。

**表 2: 垂直行业解决方案**

公司	业务	代表客户
北京用友政务软件有限公司	从以财政为核心, 扩充到与财政有关的相关业务。用友政务公司的主要产品包括财政一体化管理软件、政府财务管理软件、社保基金管理软件、服务产品等。	财政部、北京市财政局、广东省财政厅等
用友汽车信息科技 (上海) 股份有限公司	专注于汽车营销与后市场, 为汽车主机厂、工程机械厂家和相关经销商、服务商提供业务流程专业咨询服务和 DMS、CRM 等核心应用系统全套解决方案。	上海大众、一汽大众、上海蔚来汽车等
新道科技股份有限公司	为院校提供商科实践教学解决方案以及创新创业教育解决方案。	武汉市财贸学院、上海商业会计学院等
厦门用友烟草软件有限责任公司	主要产品有烟草行业统一会计核算软件、烟草行业预算管理系统等, 提供的解决方案包括烟草企业 ERP 解决方案和烟草行业财务管理解决方案、烟草行业财务管控平台解决方案。	贵州烟草、四川中烟、福建中烟等

用友金融信息技术股份有限公司	以业务咨询与信息技术手段相结合,为金融企业提供咨询、软件、行业解决方案与专业服务。产品涵盖金融企业经营管理、业务交易、营销服务、商业分析等领域。	广州银行、国泰君安、华夏基金等
----------------	--	-----------------

资料来源:公司官网,东莞证券研究所

### 3. 云服务业务: 重磅产品陆续落地, 生态繁荣指日可待

#### 3.1 云计算产业优势明显, 三层架构紧密联系

云计算是一种基于互联网的按量付费模式。关于云计算的定义多达上百种,其中以美国国家标准与技术研究院(NIST)的定义最为权威和广泛接受。NIST将云计算定义为一种按使用量付费的收费模式,这种模式能够提供可用、便捷、按需使用的网络访问,进入可配置的计算资源共享池(资源包括网络,服务器,存储,应用软件,服务),这些资源能够被快速提供,只需投入很少的管理工作,或与服务供应商进行很少的交互。亚马逊则将云计算定义为: 云计算是通过Internet云服务平台按需提供计算能力、数据库存储、应用程序和其他IT资源,采用按需支付定价模式。两种定义殊途同归,道出云计算的两个本质: 1) 以互联网为载体实现资源共享; 2) 按照使用量进行付费。

图 19: 云计算示意图



资料来源: 互联网资料, 东莞证券研究所

云计算相比传统IDC业务优势明显。云计算采用虚拟化方式提供动态易扩展的资源,按量付费的方式极大降低了传统网络架构的成本。在传统网络架构中,企业服务器被固定安装在硬件之内,即使只需要其中一部分资源,也需要为此全程买单,造成服务器算力资源的浪费。此外,当企业用户规模快速增长,原有的服务器计算能力已无法满足需求时,企业还需另行付费进行相关硬件/软件的升级。云计算改变了传统网络架构,多个服务器已经事先配置完毕处于待用状态,通过虚拟化按需提供资源,终端用户只需按需付费,硬件更新升级已在资源池完成,无需用户另付其他费用。因此,云计算可认为是

传统网络层次结构的重构改良，相比传统 IDC 业务在资源集约化速度和规模、平台运行效率、服务类型、收费模式等方面均具有明显优势。

表 3：云计算与传统 IDC 对比

分类	传统 IDC 业务	云服务业务
资源集约化速度和规模	在硬件服务器的基础上进行有限的整合，如多台虚拟机共享一台实体服务器性能。	跨实体服务器，甚至跨数据中心进行大规模有效整合。
平台运行效率	资源再分配的效率和规模受限于单台实体服务器或是单个 IDC 数据中心。	将多台计算节点连接成一个大型的虚拟资源池来提高计算效率，无论从交付/服务方式、资源分配规模、资源分配速度，还是整个平台的运行效率方面，相比传统 IDC 服务均有极大提升。
服务类型	包括实体服务器托管和租用两类。	提供从基础设施到业务基础平台再到应用层的连续的整体的全套服务
资源分配时滞	由于部署和配置实体硬件的缘故，传统 IDC 资源的交付通常需要数小时甚至数天，将增加企业的时间成本，以及更多的精力消耗，并且难以做到实时、快速的资源再分配，容易造成资源闲置和浪费。	通过更新的技术实现资源的快速再分配，可以在数分钟甚至几十秒内分配资源实现快速可用，并且云端虚拟资源池中庞大的资源规模使海量资源的快速再分配得以承受，并以此有效规避资源闲置的风险。
收费模式	一般按月或者年收费，计算的标准是机柜数量，带宽大小，用电量这些数据，这些数据是粗放型的，统计不够精确，往往造成很多资源的浪费。	可以按照小时或者分钟收费，实现需求量的精确度量，为客户节省开支。

资料来源：智研咨询、东莞证券研究所

**层级架构紧密相连。**按层次划分，云计算从上自下分别是应用层、平台层（主要包含网络服务器、APP 服务器、数据库等中间件）和基础设施层（主要包含服务器/计算、存储、网络等）。而不同层级的云化，形成了自上而下从 SaaS、PaaS 到 IaaS 的三种服务模式。其中 SaaS 直接面对终端用户提供云服务；PaaS 为 SaaS 提供开发环境；而这两者又都离不开 IaaS 层的底层支撑。

表 4：云计算层级架构

层级架构	功能
SaaS	应用层。用户无需购买软件，而是向云计算提供商租用基于 Web 的软件来管理企业经营活动。SaaS 采用特定架构，通过互联网向用户提供多租户、可定制的应用能力，大大缩短了软件产业的渠道链条，使软件提供商从软件产品的生产者转变为应用服务的运营者。
PaaS	平台层。PaaS 主要为开发者提供基于互联网的应用开发环境，平台一般包含开发所需的各种软硬件如数据库、中间件和开发工具等。由于 SaaS 应用的编写和部署都能通过 PaaS 平台操作，因此，PaaS 也被誉为被誉为未来互联网的“操作系统”。PaaS 服务的重点并不在于直接的经济效益，而更着重于构建和形成紧密的产业生态。
IaaS	基础设施层。IaaS 被认为是传统 IDC 的改良，服务提供商将 IT 基础设施（如服务器、储存、CPU 等）通过网络的形式租用给用户并维护这些设备正常运行，用户不再需要投入大量的资金购置设备及运维，只

	需要对资源的实际使用量或占有量进行付费。
--	----------------------

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

### 3.2 起步虽迟但空间巨大，政策助推快速发展

**全球：云计算市场增长趋于稳定。**在经历了起步阶段的爆发式增长后，全球云计算市场增速放缓，开始进入平稳发展阶段。根据中国信通院数据，2018年以IaaS、PaaS和SaaS为代表的云计算市场规模为1363亿美元，同比增长23.01%，增速同比回落了3.76个百分点。预计2019年至2022年全球云计算市场的平均增速在19.01%左右，呈逐年放缓趋势；到2022年，预计全球云计算市场规模将超过2700亿美元。

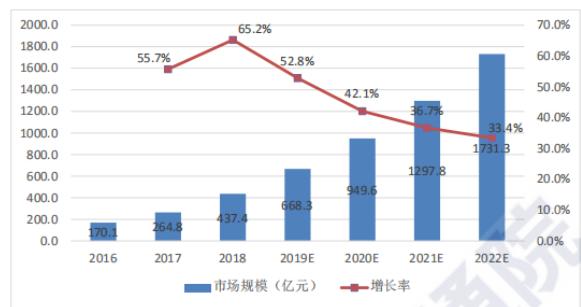
图 20：全球云计算市场规模



数据来源：中国信通院，东莞证券研究所

**我国：公有云市场保持高速增长。**2018年，我国云计算市场整体规模962.8亿元，同比增长39.2%，增速显著高于全球市场。其中，公有云市场规模为437亿元，同比大幅增长62.5%，预计未来4年仍保持高速增长的态势，2022年市场规模有望达到1731亿元。

图 21：我国云计算市场规模



数据来源：中国信通院，东莞证券研究所

图 22：我国公有云市场规模



数据来源：中国信通院，东莞证券研究所

**IaaS 和 PaaS 发展迅猛，势头有望持续。**细分层级来看，2018 年我国公有云 IaaS 市场规模为 145.2 亿元，同比增长 38.95%，近 4 年 CGAR 高达 45.15%。截至 2018 年 6 月底，共有 301 家企业获得工信部颁发的云服务牌照，随着大量地方行业 IaaS 服务商进入，预计未来几年 IaaS 仍将快速增长。另外，虽然目前我国 PaaS 市场规模偏小，2018 年仅为 21.8 亿元，但由于其在云计算生态的战略地位，近年增长动力十足，近 4 年 CGAR 高达 54.76%，预计未来有进一步爆发的可能。而 2018 年 SaaS 市场规模为 145 亿元，同比增长 38.9%，增速趋向稳定。

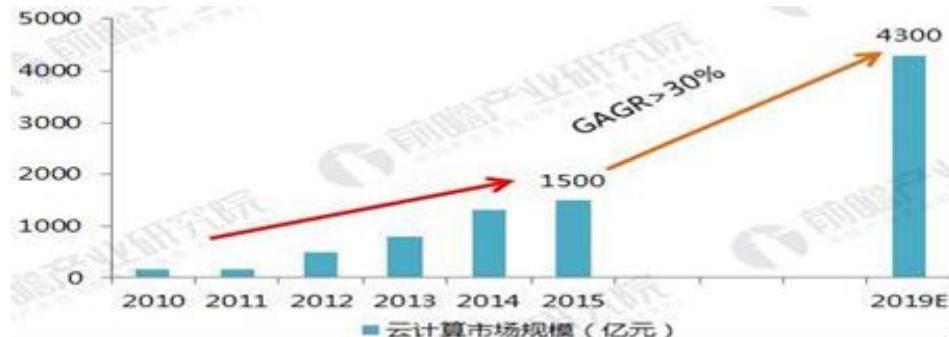
图 23：我国公有云细分层级市场规模



数据来源：中国信通院，东莞证券研究所

**政策体系日趋完善，助力云计算产业高速发展。**2015 年是我国云计算政策元年，国务院先后出台了《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》、《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》、《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》三项与云计算密切相关的政策文件，分别从产业发展、行业推广、应用基础、安全管理等多重要环节进行调控。接下来是云计算政策的实施、落地元年。2017 年，工业和信息化部颁布了《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》。《计划》要求，到 2019 年，中国云计算产业规模达到 4300 亿元，连续 4 年的复合增速将达到 30%，并且要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，对新一代信息产业发展的带动效应显著增强。2018 年 8 月，工信部颁发《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，指出到 2020 年，力争实现企业上云环境进一步优化，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。

图 24: 云计算发展三年行动计划 (2017-2019 年)



资料来源：前瞻产业研究院整理、东莞证券研究所

表 5：政府对云计算的政策支持

时间	政策
2015 年 1 月	印发《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》；指出到 2020 年，云计算应用基本普及，云计算服务能力达到国际先进水平，掌握云计算关键技术，形成若干具有较强国际竞争力的云计算骨干企业。
2016 年 12 月	国务院印发《“十三五”国家信息化规划》，提出到 2018 年，云计算和物联网原始创新能力显著增强，新建大型云计算数据中心电能使用效率 (PUE) 值不高于 1.5；到 2020 年，形成具有国际竞争力的云计算和物联网产业体系，新建大型云计算数据中心 PUE 值不高于 1.4。
2017 年 3 月	工信部印发《云计算发展三年行动计划 (2017-2019 年)》，提出到 2019 年，我国云计算产业规模将达到 4300 亿元，突破一批关键核心技术，云计算服务能力达到国际先进水平，对新一代信息产业发展的带动效应显著增强，在制造、政务等领域的应用水平显著提升。
2018 年 8 月	工信部印发《推动企业上云实施指南》，提出到 2020 年力争实现企业上云环境进一步优化，行业企业上云意识和积极性明显提高，上云比例和应用深度显著提升，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。
2018 年 8 月	工信部和发改委联合印发《扩大和升级信息消费三年行动计划 (2018-2020 年)》，提出 2020 年信息消费规模将达到 6 万亿元，年均增长 11% 以上；并拉动广义消费领域产出达到 15 万亿元。

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

### 3.3 云计算与 ERP 结合是未来趋势

云 ERP 相较传统 ERP 优势明显。云 ERP，简单来讲就是通过云计算开发的 ERP 系统，通过将系统部署于云服务器端，用户可通过 PC、平板电脑、智能手机等终端设备接入互联网访问云服务器获得 ERP 应用服务。与传统 ERP 系统相比，云计算 ERP 一方面能够减少企业在硬件方面的投资，只需向平台服务商租用部署 ERP 所需的硬件和网络资源即可，大大降低了投资成本。另一方面，云平台服务商往往在规模和技术上具备领先地位，拥有顶尖的硬件环境、技术手段和技术人才，能提供安全稳定的运行环境，为用户的数据安全进行保障和备份，有效保护了用户的数据隐私。除此之外，在避免系统盗版、处理海量信息等方面，云计算相比传统 ERP 也存在优势。

表 6：云 ERP 优势

优势	说明
屏蔽底层环境	底层的大多数硬件环境、软件环境都由云服务计算商提供，软件服务商只需支付服务费用，无需担心硬件的扩充与维护，降低了硬件投入成本。
保障双方权利	避免了ERP系统的盗版问题；通过对系统的设计增加互动交流平台，便于ERP服务商根据用户的需求维护和升级自己的产品。
更加安全可靠	云计算服务商拥有庞大的云计算资源支持，即使部分云出现故障也不会影响全局；云计算服务商长期从事相关资源的维护保障工作，在安全保障方面更加专业，减少由于安全问题给用户带来的损失。
便于深度分析	处理海量信息，对不同用户可公开数据资源进行深度挖掘与分析，为用户提供更加广泛的附加服务。

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

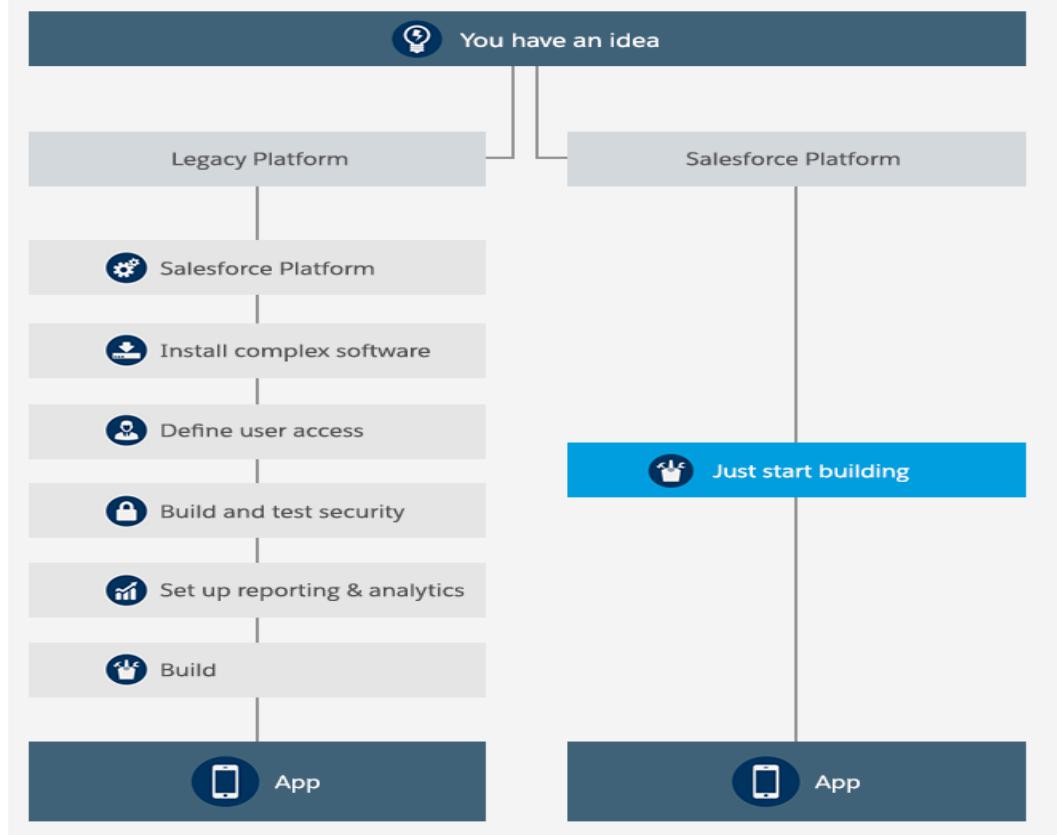
**ERP 上云是未来趋势。**从技术角度来说，云计算并不是完全新兴的产物，但其仍具有许多创新之处，尤其对于个人和中小企业而言，云计算的逐步成熟能弥补中小企业发展中的许多劣势。虽然云计算模式下的ERP在保障用户数据私有性、降低通讯设施依赖等方面存在改进空间，但云计算为ERP系统带来的优势和机会远大于其固有弊端，且ERP上云总体仍处于初级阶段，随着云计算技术不断演进升级，云技术在各类企业信息化管理系统中扮演的作用将逐步加强。根据Gartner估计，2018年我国约有30%的企业会将ERP系统转移到云端。长远来看，未来10年或更长时间，这一数字将继续大幅增长。

### 3.4 对标国际大厂演进，云计算朝生态化发展

**从SaaS到PaaS的演进。**由于用友是从软件业务成长起来，我们选取了一家由CRM起家的国际大厂Salesforce作对比，从它的成功转型看SaaS厂商在云计算时期的发展路线。Salesforce是一家创立于1999年的CRM软件服务提供商，也是SaaS概念的提出者。据Gartner数据显示，2018年Salesforce以19.5%的市场份额主导了全球CRM软件市场，领先排名第二SAP(8.3%)超过2倍。在多年CRM开发经验加持下，公司逐步向SaaS供应商的基础架构平台发展。对此，Salesforce建立了软件开发平台Force及交易平台Appexchange。第三方开发者可以通过开源平台Force使用软件开发所需的开发工具及环境，并将自行开发的附加模块通过Appexchange销售给客户。通过建立开源的开发平台及交易平台，Salesforce汇聚了一大批第三方应用开发者，不仅调动了开发者加入的积极性，更重要的是丰富了Salesforce应用模块，从而建立起一个更大的生态圈。

图 25: Force 平台

## PaaS 与传统的应用程序开发



资料来源：Salesforce，东莞证券研究所

**以 ERP 上云为契机，推动云生态建立。**以云端 ERP 为例，其开发是基于特定的云端开发架构与开发环境。如果业界缺乏一体化的开发环境、各自为政，往往会导致出现开发成本、维护成本及转换成本高企的局面，不利于中小微企业软件信息化及云进程的推进。由于 SaaS 的开发是基于 PaaS 平台上完成，PaaS 也因此成为了兵家必争之地。一旦 PaaS 生态建立并推广起来，开发者无需另外独自开发基础架构和操作系统，通过 PaaS 即可获取所需的开发工具、服务器及编程环境。无论是站在企业成本，或是运维的角度，推动建立统一的开发生态具备相当的重要性与迫切性，生态的繁荣才是推动市场繁荣的长久驱动力。

### 3.5 重磅云 ERP 陆续上线，客户稳固优势尽显

**以传统 ERP 为蓝本，核心产品陆续发布。**依托近 30 年在企业软件领域的产品及技术积累，公司确立了“核心架构+创新云服务”的云化路线。具体来看，公司以旗舰 ERP 软件（NC 系列、U 系列）为开发基础，对内推动 ERP 各模块如财务管理、人力资源管理、供应链生产管理等上云，对外则通过 Open API 接口连接用友云协同服务及第三方伙伴的云服务，通过内外整合，全面实现企业内部、外部的资源联通、共享及协同。从技术架构来看，公司云端 ERP 均搭载最新的混合云技术架构，支持私有云、公有云及专属云的灵活部署，满足企业对数据存储的各种需求。目前，公司重磅云 ERP 产品 U8 Cloud、NC Cloud 已相继发布。

图 26: 用友云产品



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**U8 Cloud：中型企业云 ERP 首发，产品下渗效果明显。**公司于 2017 年发布第一代云 ERP 产品 U8 Cloud，通过提供企业级云 ERP 解决方案，全面支持企业内外部的业务协同、营销创新、智能财务和人力服务。产品方案持续升级迭代，2018 年新增能智能客服系统、资金管理、新个税、绩效管理和移动应用，相关性能不断优化。目标客户方面，U8 Cloud 主要聚焦中小型的成长及创业公司，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，有助于加速产品在中小型客户群体中下渗。截至 2018 年 7 月份，U8 Cloud 共签约 400+ 客户，其中包括小洋人、陇萃堂、海南椰岛等多个知名企业，客户群体不断扩大。

图 27: U8 Cloud 产品

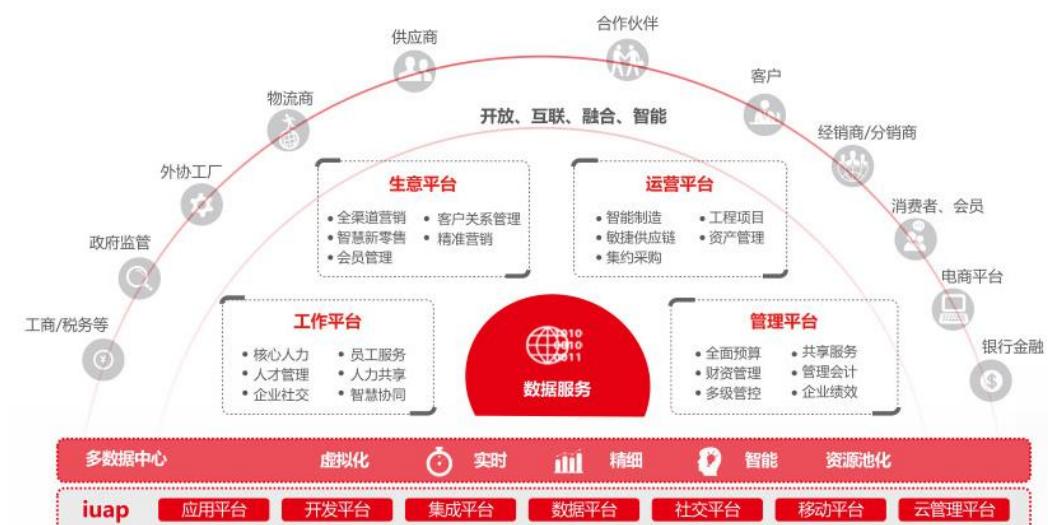


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**NC Cloud：大型企业高端云 ERP，携手华为云实现自主可控。**公司 2018 年发布第一代面向大型企业的高端云 ERP，该方案从云平台、数据库、中间体和应用等方面均实现了自主研发，不仅大幅降低企业上云成本、同时也保证了技术的安全可靠，全程自主可控。其中，通过与华为云的战略合作，NC Cloud 集成了华为云数据库服务，不仅能够流畅兼容大容量 Oracle 数据库，同时也能实现自动备份与智能监控。另外，NC Cloud 混合云

的部署是以华为 Cloud Stack 为基础，在统一管理、一致的云服务体验下，业务的连续性得到有效保证。

图 28: NC Cloud 产品



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**畅捷通及领域云作补充，相关产品逐步推出。**畅捷通作为公司旗下子公司，专门服务小微企业等长尾市场，在云业务方面，其主要提供好会计、好生意、易代账等多个 SaaS 应用，满足客户通过 PC 或手机端随时随地管理财务、进销存、生产管理等企业常见需求。领域云方面，针对客户对不同领域管理及信息化需求，公司目前已发布营销云、协同云、人力云、采购云、财务云等多个领域的云端模块，相关模块能够无缝对接 NC 系列、U 系列等企业 ERP，进一步满足客户多元需求及个性化定制。

**产品功能丰富，加速行业渗透。**以用友云 ERP 拳头产品 NC Cloud 为例，其一方面提供基础的人力资源、数字营销、财务管理等针对企业内部的经营管理服务；另一方面集成了用友云采购、营销、协同等云服务，并能融合对接外部生态伙伴的各种服务，产品功能全面，有力地支撑大型企业的数字化经营。目前，NC Cloud 已实现针对制造业、消费品、建筑、房地产、金融保险等 14 个主流行业 ERP 上云的解决方案，行业覆盖面不断扩大。代表客户包括远东控股、鞍钢集团、南方水泥等多个国内知名企业。

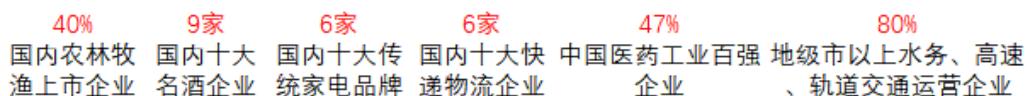
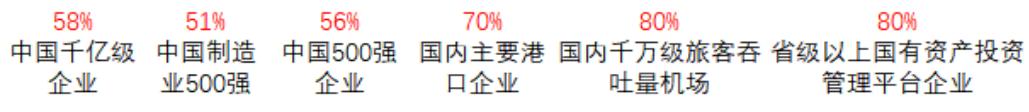
图 29: NC Cloud 功能



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**软件客户基础稳固，推动上云优势尽显。**公司深耕企业软件市场近 30 年，从单一财务软件到实现 ERP 国产替代，一路上披荆斩棘、获客众多。截至 2017 年底，公司产品客户覆盖中国 500 强企业的 56%、中国制造业 500 强的 51%、中国省级以上国资投资经营平台的 80%等众多企业，客户基础庞大。对于企业来说，尤其是大型企业，后期信息系统的转换成本非常高，不仅费时费力、甚至可能导致企业生产经营出现暂时停顿。因此，对于用友来说，多年来的 B 端客户积累造就了其客户锁定的天然优势，公司在推动传统软件客户上云上较其他新进云应用商具备无可比拟的先发优势。

图 30：用友客户覆盖情况（截至 2017 年）



资料来源：公司宣传册，东莞证券研究所

### 3.6 iUAP 云平台持续推进，生态体系日渐完善

**“3+2”核心价值，打造生态平台。**由于公司具备多年的应用开发经验，在云生态建立的路径上，自然借鉴了 Salesforce 的演进路线，即“SaaS+PaaS”的生态模式。用友云平台 iUAP 建立之初便立足于开放、开源、生态的原则，以向企业及生态伙伴提供全方位的云端开发支持为己任，目前平台已实现无缝适配多种 IaaS 基础服务、DaaS 数据服务及 BaaS 运营服务商，有效满足开发者的多元技术需求。而 iUAP 平台的核心竞争力不仅仅在于其为开发者提供开源技术需求，更重要的是其引入了“3+2”价值，即以三个中台架构为核心，云服务、生态服务做补充的平台布局。

图 31: iUAP 云平台



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**聚焦中台布局，提升生态高度。**中台，顾名思义，即处于面向客户的前端系统与企业后台的业务系统之间。我国中台概念最早是由阿里在 2015 年提出，提出的背景是阿里事业部的部分业务线存在资源重叠的情形，比如不同业务线的员工独自开发相似的模块，从而造成资源浪费。中台的作用就在于将前端及后台系统有机结合起来，整合两者的资源，使得不同部门间实现信息共享，打破信息孤岛。随着我国经济的快速发展，企业的规模也出现相应的扩大，面对庞大的业务及数据体系，布局中台不仅能够实现资源共享、提升工作效率，同时也能有效降低企业成本。在这样的趋势下，用友 iUAP 平台通过引入中台（数据中台、业务中台、技术中台）基础架构，从开发源头上推广中台理念，进一步提升用友云的生态高度。

表 7: iUAP 中台布局

中台	功能
业务中台	构建一整套企业服务的能力。bPaaS 除了有丰富的能力池，还提供“帮助构建能力”的支撑服务，其中就包含了一系列的规范、工具、框架、组件和最佳实践。在 bPaaS 当中，能力广场是让所有的研发和生态伙伴能够一起发布能力、寻找能力并且不断优化能力的阵地。
数据中台	DaaS 基于开源架构的大数据存储和计算平台，提供离线实时计算，数据仓库管理等基础平台服务，基于企业业务特点的统一搜索和数据分析平台等数据应用服务，为企业提供一站式的数据处理和分析产品。
技术中台	数据中台依托于用友企业数据湖技术，构建了完整的跨行业多领域数据资产体系，同时实现对企业内部的数据驱动与外部客户的数据服务，并通过对数据的实时处理、挖掘和训练，使数据变得更加智能，最终帮助企业实现从 BI 向 AI 的演进。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**携手生态伙伴，拓宽生态广度。**公司 2018 年首次发布用友鲲鹏计划，全面升级生态伙

伴战略。除了将原有的合作伙伴融入云生态体系外，公司还积极吸引涉及技术咨询、技术开发等业务的专业公司，进一步聚集行业新力量。根据生态伙伴提供不同的服务，公司将其划分为五类，包括渠道分销伙伴、咨询实施服务伙伴、云市场伙伴、云平台开发伙伴和战略伙伴。我们认为公司聚集行业的一批优秀服务商，一方面是站在技术层面上的考虑，通过凝聚行业技术骨干，进一步补充和完善用友云模块；另一方面是站在战略层面上的考虑，不断扩大公司的行业影响力，在“SaaS+PaaS”云生态筑造壁垒。

表 8：生态合作伙伴分类

伙伴	服务
渠道分销伙伴	提供传统软件及云产品销售；向企业或行业提供相应的解决方案；拓展金融服务。
咨询实施服务伙伴	云服务产品的咨询及实施。
云市场伙伴	通过入驻 API、产品融合、品牌融合等模式，给客户提供相应解决方案。
云平台开发伙伴	可以利用 iUAP 平台，开发相关应用并享受到用友的相关支持。
战略伙伴	与用友形成资源互补、优势共享。具体伙伴包括阿里、腾讯、华为等。

资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

图 32：用友鲲鹏计划部分生态合作伙伴



资料来源：互联网公开资料，东莞证券研究所

**云市场商城蓬勃发展。**通过打造用友云商城，公司联合众多生态伙伴为企业提供云产品及云解决方案。入驻伙伴除了能够获得基于 iUAP 平台的开发支持外，还能够在用友的推广及渠道支持下，将自行开发的模块或解决方案销售给客户。截至 2019 年初，云商城入驻伙伴达到 3542 家，同比增长 18.07%，伙伴规模不断扩大。受此带动，商城全年上架云产品及解决方案 5160 款，覆盖数字营销、数字制造、数字财务等七大领域，进一步补充了用友云产品的应用场景。销售额方面，商城全年产品销售额达到 1.7 亿元，同比大幅增加 70%，发展势头迅猛。

表 9：云市场商城数据

	2018 年初	2019 年初	增长率 (%)
云市场入驻伙伴（家）	3000	3542	18.07
入驻产品及服务（款）	5000	5160	3.20
融合型产品及服务（款）	50	90	80.00
产品及服务销售（亿元）	1	1.7	70.00

资料来源：公司年报，互联网公开资料，东莞证券研究所

## 4. 工业互联网：受益政策东风，精智平台持续推进

《中国制造 2025》确定发展制造业信息化。我国于 2015 年 5 月发布《中国制造 2025》制造强国战略行动纲领。作为制造业的最高纲领文件，《中国制造 2025》出现了“制造业信息化水平大幅提升”、“两化（工业化和信息化）融合迈上新台阶”等阐述。通过以上阐述可以看到，国家有意将新一代信息技术与制造技术进行深度融合发展，以此实现制造业的升级转型。在制造业信息化升级过程中，工业互联网、云计算、大数据等新一代信息技术将在企业研发设计、生产制造、经营管理、销售服务等全流程和全产业链实现综合集成应用。同时，智能装备、智能产品、智能管控将被大力发展，生产过程将走向智能化。其中，智能管控包括企业管控、设计与制造、产供销一体、业务和财务等关键流程的衔接。在制造业走向信息化的大趋势下，企业研发、生产、管理和服务的智能化水平将获得提升。

表 10：《中国制造 2025》将通过“三步走”实现制造强国的战略目标

步骤	时间	任务
第一步	2015 年-2020 年	基本实现工业化，制造业大国地位进一步巩固，制造业信息化水平大幅提升。掌握一批重点领域关键核心技术，优势领域竞争力进一步增强，产品质量有较大提高。制造业数字化、网络化、智能化取得明显进展。重点行业单位工业增加值能耗、物耗及污染物排放明显下降。
	2020 年-2025 年	制造业整体素质大幅提升，创新能力显著增强，全员劳动生产率明显提高，两化（工业化和信息化）融合迈上新台阶。重点行业单位工业增加值能耗、物耗及污染物排放达到世界先进水平。形成一批具有较强国际竞争力的跨国公司和产业集群，在全球产业分工和价值链中的地位明显提升。
第二步	2025 年-2035 年	我国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平。创新能力大幅提升，重点领域发展取得重大突破，整体竞争力明显增强，优势行业形成全球创新引领能力，全面实现工业化。
第三步	2035 年-2050 年	新中国成立一百年时，制造业大国地位更加巩固，综合实力进入世界制造强国前列。制造业主要领域具有创新引领能力和明显竞争优势，建成全球领先的技术体系和产业体系。

资料来源：政府公告、东莞证券研究所

**工业互联网政策陆续落地。**为有效落实《中国制造 2025》文件中的目标，国务院在 2017 年发布了《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》。《意见》中提到，工业互联网的发展有利于加速智能制造的转型，有利于更大范围、更高效率、更加精准地优化生产和服务资源配置，实现产业上下游、跨领域互通。工业互联网的重要地位再次获得国家层面的肯定。在针对工业互联网的头号文件落地后，相关细化文件陆续跟进，包括工信部发布的《工业互联网平台评价方法》、《工业互联网平台建设及推广指南》等细则，从不同方面为推动工业互联网发展保驾护航。我们认为在头号文件及配套文件陆续落地的情况下，工业互联网平台发展将进入快速路。

表 11: 工业互联网相关政策

时间	部门	政策文件
2015 年 5 月	国务院	中国制造 2025
2017 年 11 月	国务院	关于深化“互联网+先进制造业”发展工业云联网的指导意见
2017 年 12 月	工信部	工业控制系统信息安全行动计划(2018-2020)
2018 年 2 月	工信部	国家制造强国建设领导小组关于设立工业云联网专项工作组的通知
2018 年 5 月	工信部	工业云联网 APP 培育工程方案(2018-2020)
2018 年 8 月	工信部	工业互联网平台评价方法
2018 年 8 月	工信部	工业互联网平台建设及推广指南》
2018 年 8 月	工信部	工业互联网专项工作组 2018 年工作计划
2018 年 8 月	工信部	工业互联网发展行动计划(2018-2020 年)
2018 年 8 月	工信部	工业和信息化部召开工业互联网推进工作全国电视电话会议
2018 年 12 月	工信部	工业和信息化部办公厅关于公布 2018 年工业互联网试点示范项目的通知

资料来源：政府公告、东莞证券研究所

以 iUAP 平台为蓝本，精智平台效果突出。精智工业互联网平台以 iUAP 平台为基础搭建，集成前中后台的技术架构，能够为工业企业无缝集成用友核心 SaaS 及第三方 SaaS 服务，帮助企业实现智能化生产、网络化协同、服务化延伸和数字化管理等诸多新模式创新，提升企业生产效率及经济效益。以大西洋集团为例，精智工业互联网平台 2017 年正式在集团运行，平台集成互联了用友 NC ERP、智能工厂等多个软硬件系统。经过半年的数字化、自动化、智能化改造运行后，集团研发周期缩短了 20%，库存降低了 20%，质量水平提高了 2 到 3 个百分点，人员减少了 30% 到 50%，经济效益出现明显提升。

图 33: 精智工业互联网架构



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

受益政策落地，精智平台建设全面铺开。受益国家政策大力推动制造业信息化转型以及工业互联网发展，精智工业互联网平台的发展迎来全新机遇。目前精智平台在全国各地区的建设工作正有序推进，截至 2019 年 8 月，已有 5 个区域子平台上线运行，分别为重庆市用友工业互联网平台、贵州工业互联网平台、湖北工业云平台、湖南精智工业互联网平台以及江西省智慧开发区云平台。同时，公司尚有 9 个地方的子平台处于建设当中，地区渗透不断提升。从精智平台接入的数据来看，截至 2019 年 8 月，已有

超过 46.7 万家公司注册使用，链接设备达到 57.13 套，活跃员工超过 198.18 万人次。  
精智平台代表客户包括大唐电力、上海航天技术研究院、南方水泥等知名企业。

图 34: 精智工业互联网区域平台



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 35: 精智工业互联网数据



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

## 5. 投资建议

随着用友 3.0 战略全面铺开，公司正从企业软件龙头转型为云计算“SaaS+PaaS”生态领导者。在云计算的大潮下，我们认为公司各项云业务的持续推进，一方面将为业绩增厚带来长足的驱动力；另一方面，亦有望进一步推动用友云的生态繁荣，在“SaaS+PaaS”双领域抢占先机。因此，维持推荐评级。预计公司 2019-2020 每股收益为 0.33 元和 0.47 元，对应 PE 为 84.2 倍和 58.52 倍。

## 6. 风险提示

技术及产品推进不及预期，行业竞争加剧等。

表 12: 公司盈利预测简表（截至 2019/08/12）

科目 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7703.50	9514.59	11607.80	13929.35
营业总成本	7243.34	8533.83	10186.22	12009.01
营业成本	2314.83	2854.38	3482.34	4178.81
营业税金及附加	110.29	136.22	166.19	199.19
销售费用	1648.80	1998.06	2460.85	2953.02
管理费用	1464.94	1712.63	2089.40	2507.28

研发费用	1300.73	1469.83	1660.91	1876.83
财务费用	109.61	98.00	88.29	79.46
资产减值损失	294.13	264.71	238.24	214.42
<b>其他经营收益</b>	<b>100.56</b>	<b>187.77</b>	<b>168.99</b>	<b>152.09</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	100.56	187.77	168.99	152.09
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>943.12</b>	<b>1168.53</b>	<b>1590.56</b>	<b>2072.44</b>
加 营业外收入	16.23	17.85	19.64	21.6
减 营业外支出	9.01	10.00	11.00	12.10
<b>利润总额</b>	<b>950.33</b>	<b>1176.38</b>	<b>1599.20</b>	<b>2081.94</b>
减 所得税	140.15	158.22	215.09	280.02
<b>净利润</b>	<b>810.19</b>	<b>1018.16</b>	<b>1384.11</b>	<b>1801.92</b>
减 少数股东损益	198.06	207.96	218.36	229.28
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>612.13</b>	<b>810.20</b>	<b>1165.75</b>	<b>1572.64</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.63</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>85.97</b>	<b>84.20</b>	<b>58.52</b>	<b>43.38</b>

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)