



600588.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 34.65

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	107.9	10.5	34.5	68.8
相对上证指数	86.0	6.1	33.9	58.7

发行股数(百万)	2,486
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	86,145
3个月日均交易额(人民币 百万)	700
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
北京用友科技有限公司	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年9月20日收市价为标准

相关研究报告

《用友网络》20190604

《用友网络》20190317

《用友网络》20190130

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

用友网络

20年国产软件龙头的变与不变

以20年的尺度看, 用友保持了高度的行业增长配速, 作为企业软件龙头和样板, 具备充足的代表性。行业迎来云和国产化历史良机, 为公司再收获6~7年的高增长打开窗口。云服务在爆发拐点, 工业与金融版图徐徐张开。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **20年间 CAGR 达 20%, 软件业样板。**公司是伴随中国软件(尤其是企业软件)产业成长起来的国内一流企业, 2001~2018 年的近 20 年间实现了收入超 20% 的年复合增速, 净利润 CAGR 也达 14%。在 ERP 软件领域, 公司市占率约 1/3, 位居第一; 即使看整个中国软件行业收入口径, 公司占比也保持在 2~5% 的水平, 并且两者增速保持高度吻合。因此, 公司是具备充足代表性的软件业样板企业。
- **软件行业面临云化与国产化双重机遇叠加。**基于样板特性, 公司投资逻辑由行业逻辑塑性。而中国软件业正处于两个历史良机叠加期: 云和国产化。前者是全球软件行业的重大趋势, 从国外兴起验证, 到国内开花落地。后者打开国内企业独享窗口——遑论基础软件, 即便在高端 ERP 领域, 仍有六成份额被海外产品占据, 在化工、生命科学等细分领域国产化率更是不及一成。华为产业链国产化的开启标志着天花板被掀开。
- **云转型拐点全面兑现, 下一轮中长期高增长在望。**到 2016 年进入云收入爆发阶段: 2016~2018 年云服务收入分别增长 34%、250% 和 108%, 19H1 云收入占整体比例约 14%, 处于 S 曲线爆发拐点。根据估算, 以 CAGR 为 20% 的标准预计公司高增长阶段可再续 6~7 年以上。

估值

- 预计公司 2019~2020 年净利润为 8.7 亿、11.0 亿和 15.1 亿, 对应 EPS 为 0.35 元、0.44 元和 0.61 元(基于云收入高增上修 10%)。分部估值框架下仍存市值弹性空间, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业代表性减弱; 制造业景气度低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	6,344	7,703	8,860	10,648	12,996
变动(%)	24	21	15	20	22
净利润(人民币 百万)	389	612	868	1,100	1,513
全面摊薄每股收益(人民币)	0.157	0.246	0.349	0.443	0.608
变动(%)	16.1	57.3	41.8	26.7	37.5
原先预测每股收益(人民币)			0.318	0.404	
变动(%)			9.7	9.6	
全面摊薄市盈率(倍)	221.4	140.7	99.2	78.3	56.9
价格/每股现金流量(倍)	60.2	42.2	192.5	35.2	65.4
每股现金流量(人民币)	0.58	0.82	0.18	0.98	0.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	143.4	102.8	75.7	51.2	35.6
每股股息(人民币)	0.088	0.011	0.106	0.077	0.146
股息率(%)	0.3	0.0	0.3	0.2	0.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

理解用友就是理解中国软件业.....	5
CAGR 20%：看 20 年间与软件业的配速	6
2012~2015 年：宏观经济阵痛下作别“用友 2.0”.....	8
2016~2018 年：突破 50 亿关口，携云开启“用友 3.0”时代	10
云成就用友还是用友成就云？	14
软件—企业互联网—云服务：跟随行业的脉搏	14
云 ERP+领域云+行业云：云是软件产品力的传承.....	16
云已成为用友的属性之一.....	19
国产化是国内顶级企业软件商重大机会	21
更多潜能：工业、金融与版图的扩大	25
精智工业互联网：由软及硬	25
用友金融：从 B 到 C.....	28
投资建议.....	31
盈利预测：收入与毛利率稳步提升	31
估值：未来两年估值快速消化	32
风险提示.....	34

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司主要股东.....	5
图表 2. 主要子公司及主要业务.....	5
图表 3. 2001~2018 年公司主要指标增长.....	6
图表 4. 公司收入占中国软件行业比例.....	6
图表 5. 公司与中国软件行业收入增速对比.....	7
图表 6. 公司与细分行业收入增速比较.....	7
图表 7. 2001~2018 年公司扣非净利润增长.....	8
图表 8. 2001~2018 年公司收入与扣非净利润增速.....	8
图表 9. 2012 年 GDP 增速从 9.x 降至 7.x 将逐渐传导至软件业.....	9
图表 10. 2012~2015 年典型 ERP 公司收入增速.....	9
图表 11. 2012~2015 年业绩主要变化.....	10
图表 12. 公司研发支出营收占比保持 15% 以上.....	10
图表 13. 公司历次股权激励情况.....	11
图表 14. 2016 年用友 3.0 战略发布.....	11
图表 15. 公司软件+云+金融的业务布局和典型产品.....	12
图表 16. 用友 3.0 时代收入连续突破 50-60-70 亿大关.....	13
图表 17. 公司云业务主要进展.....	14
图表 18. 云基础设施与 SaaS 大事记.....	15
图表 19. 国内主要 SaaS 上市公司转型路线图.....	15
图表 20. 聚焦公司云布局.....	16
图表 21. 用友原有 ERP 软件产品满足不同规模企业需求.....	17
图表 22. 统计上大中小微型企业划分标准（部分行业）.....	17
图表 23. 企业级 SaaS 客群结构天然包含了需求差异性.....	18
图表 24. 传统 ERP 和云 ERP 的区别.....	18
图表 25. 2013~2019 年中国 SaaS 行业付费用户规模在增长.....	19
图表 26. 2019 年中国企业级 SaaS 供给端驱动力：传统软件商.....	19
图表 27. 2019 年中国企业级 SaaS 供给端驱动力：互联网巨头.....	20
图表 28. 2012~2018 年中国 SaaS 市场规模及增速.....	20
图表 29. 2013~2021 年中国企业级 SaaS 市场规模及增速（单位：亿）.....	21
图表 30. 2018 年中国 SaaS 行业渗透率.....	21



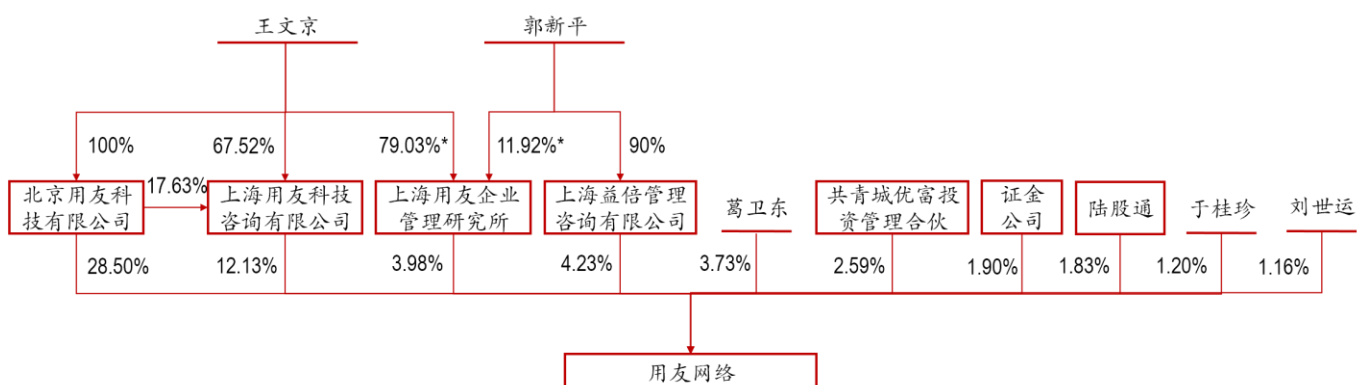
图表 31. 2017 年全球十大 ERP 软件厂商综合排名	22
图表 32. 2017 年 SAP 在世界 500 强企业中的市占率	22
图表 33. 中国整体及高端 ERP 市场格局	23
图表 34. NC Cloud 通过多项华为认证	24
图表 35. 近期国家层面关于工业互联网的政策	25
图表 36. 2015~2020 年中国工业互联网市场规模及预测	26
图表 37. 2017 年中国工业互联网细分领域规模	26
图表 38. 用友工业互联网整体架构	27
图表 39. 用友工业云服务核心是设计云、制造云和服务云	27
图表 40. 用友智能制造生态四大类合作伙伴	28
图表 41. 中关村银行联手公司宝推出三大创业套餐	29
图表 42. 中关村银行科技金融创新服务方案	29
图表 43. 中关村银行场景智慧金融创新服务方案	29
图表 44. 中关村银行联手公司宝推出三大创业套餐	29
图表 45. 企业财税服务相关上市公司	30
图表 46. 公司分板块拆解业务预测	31
图表 47. 公司云转型前净利润率约为 13%	32
图表 48. 近三年应用软件指数 PE-Band	32
图表 49. 典型 SaaS 企业 PS 水平约 14 倍	33
图表 50. 金融类业务按可比公司对标法估值 (单位: 亿)	33
图表 51. 分部估值中公司估值可快速消化	33
损益表(人民币 百万)	35
资产负债表(人民币 百万)	35
现金流量表(人民币 百万)	35
主要比率 (%)	35

理解用友就是理解中国软件业

用友网络科技股份有限公司（以下简称“用友网络”、“用友”或“公司”）设立于1988年，是中国最早的企业管理软件提供商之一，2001年5月在上交所上市，专注服务企业软件领域已31年。目前形成了以用友云为核心，云服务、软件、金融服务融合发展的新战略布局。

公司控股股东为王文京，为公司创始人，持有上市公司44.6%的股权。另外一位主要股东是1989年加入用友的元老郭新平，现任公司副董事长。

图表 1. 公司主要股东



资料来源：万得、天眼查，中银国际证券

注：截止2019年中报；*上海用友企业管理研究所控股股东为王文京，持股比例按认缴出资计算

整体上，子公司结构与客户群、下游行业有较好的对应，此外还有各地分子公司处理区域性业务。

图表 2. 主要子公司及主要业务

子公司 ¹	持股比例 (%) ²	主营业务
用友优普	100.00	中端企业客户业务
畅捷通	68.94	小微企业客户业务
用友政务	77.49	财政一体化、社保基金管理等领域业务
用友金融	78.43	金融企业咨询、解决方案等业务
用友汽车	79.59	汽车营销与后市场等领域业务
友金所	51.13	金融信息服务、互联网投融资信息服务平台
用友移动	30.20 ³	虚拟运营商与转售等通信业务
用友能源	80.00	电力、核能、矿业、新能源等能源企业信息化
红火台	55.00	中后台一体化智慧餐饮服务云平台
畅捷支付	80.72	聚合支付、POS收单、网银支付、扫码支付等
用友审计	73.80	审计软件业务
秉钧网络	70.00	社会化媒体营销
民太安保险（友太安）	80.00	保险服务
用友工业互联	100.00	工业互联网业务
薪福社	60.00	企业人力资源软件
用友烟草	73.00	烟草行业会计核算、预算、资管、ERP等业务
用友医疗	80.00	医疗信息化解决方案
中关村银行	29.80	民营银行
用友广信	75.00	电信运营商、广电企业软件业务
新道科技	57.42	教育行业经营类实践教学解决方案
用友幸福投资	60.00	投资业务
用友建筑	55.00	建筑行业信息化解决方案

资料来源：万得、公司公告、部分子公司官网，中银国际证券

注：¹截至2019年中报，地方分支型子公司未列入；²直接持股比例；³间接持股69.8%

CAGR 20%：看 20 年间与软件业的配速

公司早期（1.0 阶段）是专注财务领域的软件厂商，我们重点关注 2.0 和 3.0 阶段，公司作为企业管理软件龙头的发展分析。以 2001 年到 2018 年近 20 年的尺度观察，公司年度收入从 3 亿增长到 77 亿，翻了 23 倍，年复合增速超过 20%。净利润从不到约 7,000 万增长到 6 亿，翻了 9 倍，年复合增速约 14%（见图表 3）。

图表 3. 2001~2018 年公司主要指标增长

指标	2001 年	2018 年	倍数	CAGR
营业收入（亿）	3.3	77.0	23x	20.3%
净利润（亿）	0.7	6.1	9x	13.6%
扣非净利润（亿）	0.7	5.3	8x	12.7%
市值（亿）*	51	409	8x	13.0%
PE（倍）	72	67	持平	—
扣非 PE（倍）	72	77	持平	—
PS（倍）	15.2	5.3	1/3	—
员工数量（人）	2,218	16,079	7x	12.4%
人均产出（万）	14.9	47.9	3x	7.1%
人均效益（万）	3.2	3.8	1x	1.0%

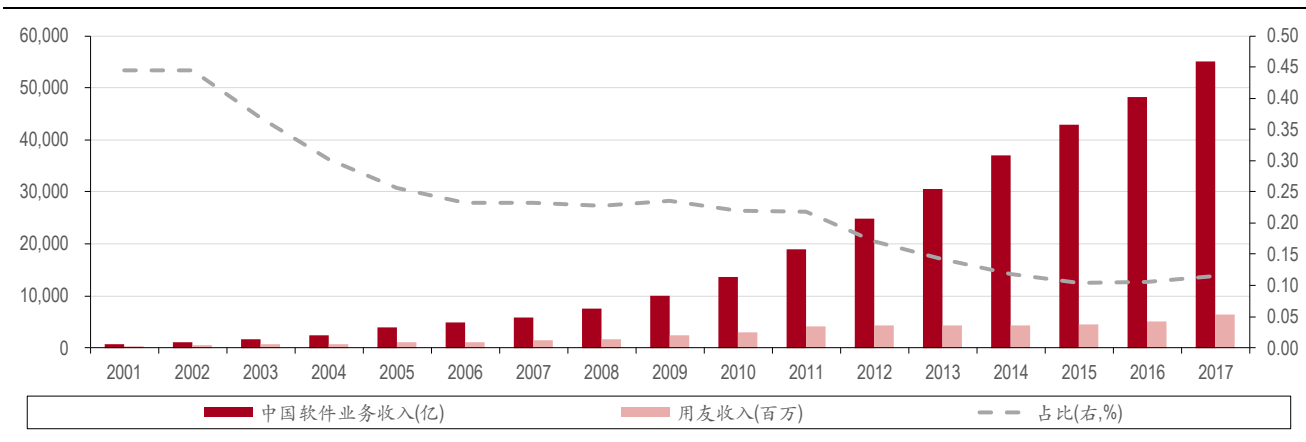
资料来源：万得，中银国际证券

注：* 市值日期为 2001 年 12 月 31 日和 2018 年 12 月 31 日

那么，同期的中国软件产业发生了什么变化？我们将软件产业数据提取后和公司进行比较，结果如图表 4 所示，可以发现中国软件市场规模从 2001 年的 750 亿元上涨到 2017 年的 55,103 亿元。再将用友的收入增速与整个行业比较，如图表 5 所示，发现除了 2012~2015 年外两者增速水平基本上保持一致。另外，整体上软件行业 17 年规模增长了 72 倍，超过同期用友的 19 倍，这与用友成立时间早，成熟期远早于中国软件行业有关——随着 2000 年后软件业全面发展，其他领域的信息化渗透率快速向财务、企业管理等早期成熟市场看齐。

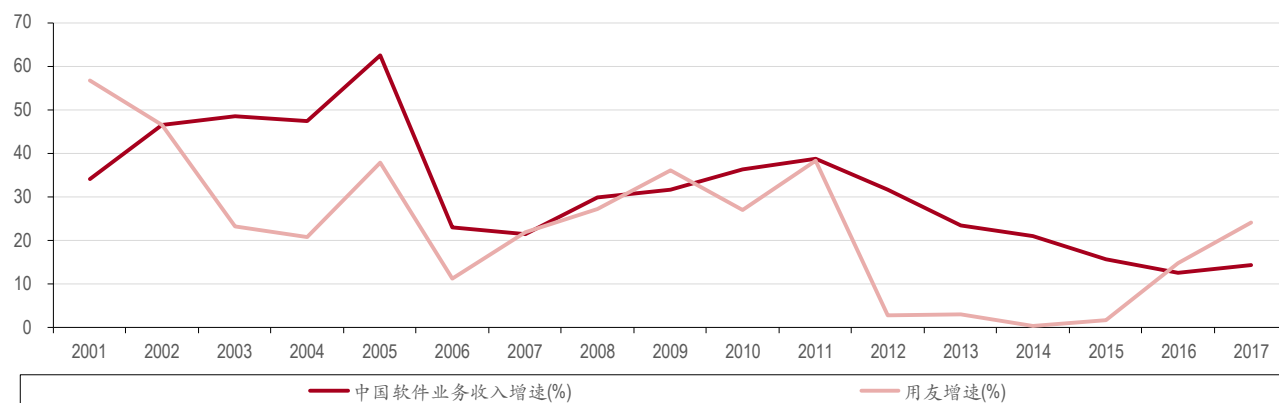
所以，进一步考虑口径差异，我们将公司增速与数据来源的“软件产品”、“应用软件产品”和“行业应用软件产品”统计口径进行比较，如图表 6 所示（数据可比范围为 2008~2016 年）。可以看到，公司与细分行业增速的吻合度愈发提升。

图表 4. 公司收入占中国软件行业比例



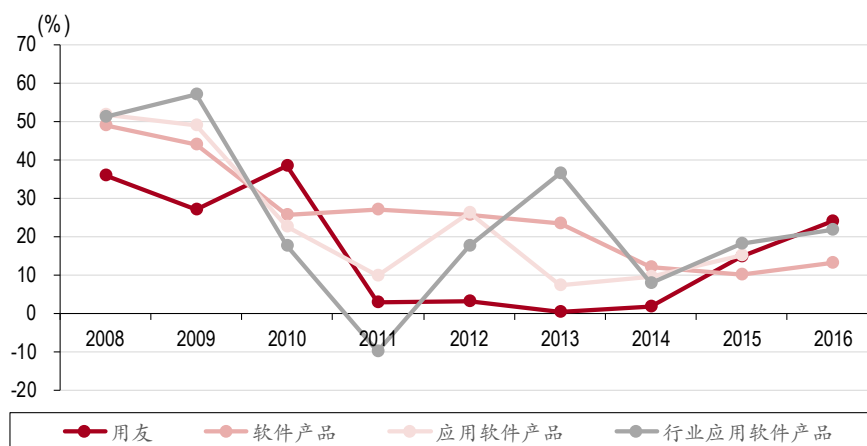
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 公司与中国软件行业收入增速对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 公司与细分行业收入增速比较



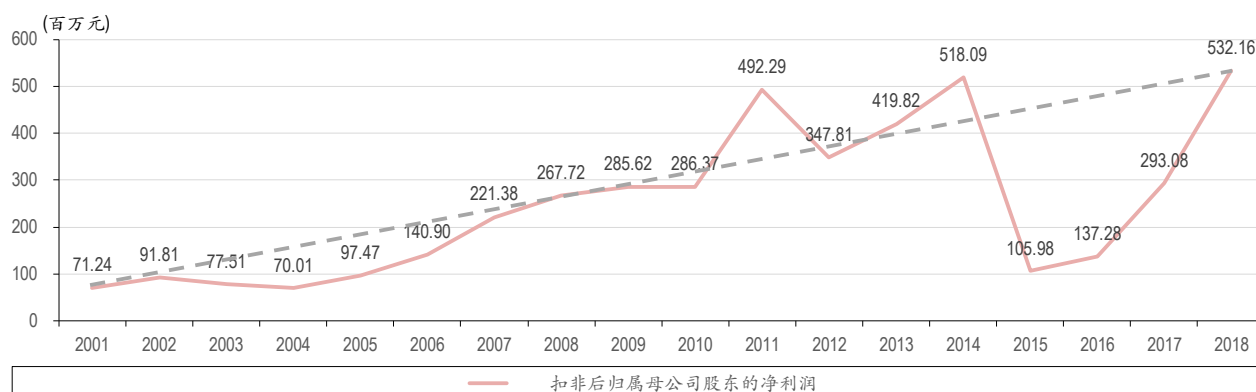
资料来源：万得，中银国际证券

或许可以注意到的是，图表 4 中公司有两个**低于行业增速**的时期：

- 2002-2006 年，这一阶段是软件行业增速超过了公司增速，公司占行业收入比例从 0.44% 左右下降到约 0.23%。行业高速发展的由多方面因素驱动：首先，国家鼓励软件发展的转向政策有效推动了全行业的繁荣发展。其次，与公司业务相垂直的领域增速显著加快。例如，中国软件业协会数据显示，2006 年 1-7 月软件服务增速 40%，集成增速 26%，而产品增速 23%；2005 年，软件外包业务增速 45%。第三，海外软件厂商积极布局，例如，2005 年甲骨文、BEA、SAP 等都进行了数次到十几次并购，微软也以 4,820 万参股浪潮软件曲线入主国内软件，这对国产软件厂商的份额有一定影响。
- 2012-2015 年，宏观经济压力下公司营收增长较缓慢，使得收入比例进一步从 0.23% 下降到 0.12% 左右。具体情况我们将在下面展开讨论。

再回过头来看公司自身的发展数据。主要观察扣除非经常性损益后的净利润指标，见图表 7、图表 8。结果显示公司只在离散 4 年出现过下滑（其中仅 2012、2015 年下滑幅度在 20% 以上），其他年份均保持了持续快速的的增长（如图中虚线所示）。

图表 7. 2001~2018 年公司扣非净利润增长



资料来源：万得，中银国际证券

注：2007 年数据以 2008 年年报给出的回溯后数据为准

图表 8. 2001~2018 年公司收入与扣非净利润增速



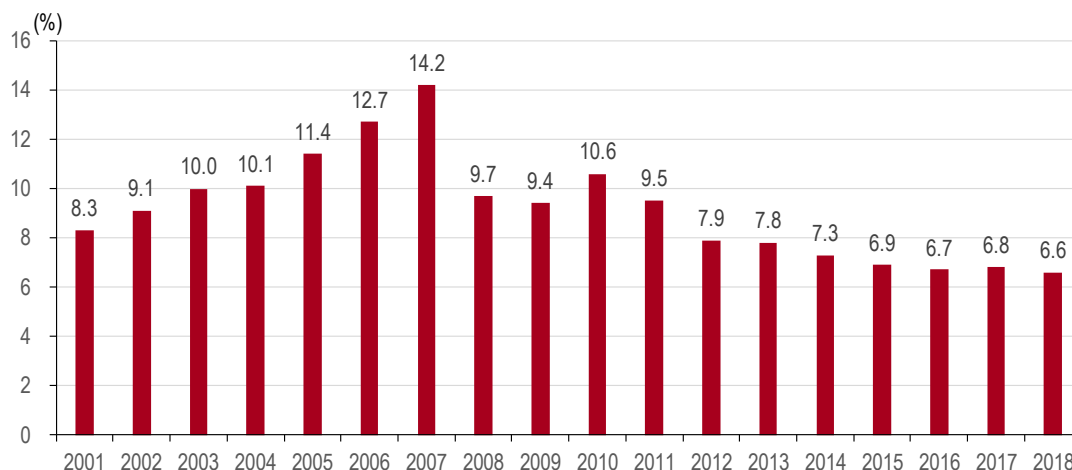
资料来源：万得，中银国际证券

2012~2015 年：宏观经济阵痛下作别“用友 2.0”

2012~2015 年是公司发展的阵痛期，也对应着用友“2.0”阶段的尾声。营收连续 4 年只有微小幅度的增长，好在公司经营管理能力较强，除 2015 年外扣非净利润未出现大幅下滑。这一时期收入端承压的主要原因是宏观经历压力传导至企业管理软件厂商，利润端承压则主要是产品和商业模式转型下高研发投入的影响。这一原因在公司历年年报中有所表述。

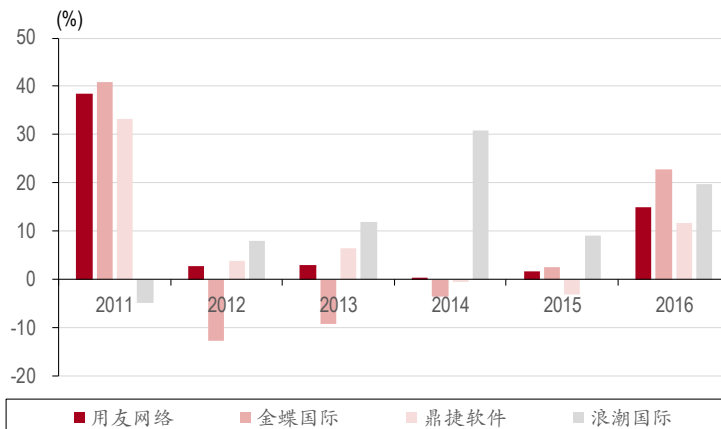
从中国 GDP 增速数据可以看到，在 2012 年数值从 9 字头降到 7 字头，有一个较为明显跳档。实际上，宏观经济层面因素对这几年整个 ERP 行业都有影响。如图表 10 所示，几个主要的国内 ERP 上市公司在这一阶段都经历了收入端的增速放缓甚至下滑的局面。这也侧面表明公司本身的质地没有变差，迎接转型是行业大势所趋。

图表 9. 2012 年 GDP 增速从 9.x 降至 7.x 将逐渐传导至软件业



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2012~2015 年典型 ERP 公司收入增速



资料来源：万得，中银国际证券

很有意思的是，从自身的微观角度看，2012~2015 年的用友经历了一个告别 2.0、孕育 3.0 的过程。

- 2012 年，业务结构转型和宏观经济放缓是业绩承压的主要原因。公司发布了里程碑产品 NC6，专注大型和成长型的集团企业。宏观经济增长放缓导致大中型客户合同数减少，但金额增长（高端客户合同单产明显提高），小微型新客户增长放缓老客户复购增加。加强了签约质量，使得预收+38%达 5.3 亿。这一年的特点是加码头部市场和巩固基本盘。
- 2013 年，通过控制费用端在收入微增的情况下实现了扣非净利润 21% 的上涨，但仍然保持了研发支出 20% 的增幅。在成长型企业细分市场持续增长，在大型集团企业（如 500 强）有突破；NC6 出了第三个版本；U8 升级为 U8+（软件+云）；大客户合同数金额均降低，单产提升；直销占比降低。这一年的特点是未来不明朗的情况下勒紧裤腰带。
- 2014 年，研发支出增速放缓至 5%，但营收占比仍然在提升。大力发展企业互联网业务（云业务的前身），业务划分为软件+企业互联网服务+互联网金融。员工人数持平，传统软件人员减少，互联网金融增加 100 人，企业互联网增加 200 人。分拆了中高端业务有助于聚焦服务，大企业加大了分销保障收入（102 家签约伙伴，收入同比+116%）；成立用友优普，独立经营中端企业，签约伙伴 646 家（其中 218 家新增）。年底改名“用友网络”；畅捷通港股上市；设立友金所，获得支付牌照。这一年的特点是孕育出了新的发展方向（这一大框架也一直保持至今）。

- 2015 年，当年收入微增 2%，净利润下滑 41%，扣非净利润下滑 80%。好的一方面是保住了毛利率 (+0.2pct)，换句话说规模变化和战略收缩有关。影响利润的原因主要是收入增长不大的情况下研发投入大，尤其是投入 2014 年确定的互联网服务和金融相关业务，投入的 8 亿占当年研发投入总额的 90%，并在报表上反映为管理费用大增 27%。另外，体量最大最赚钱的软件产品当年下降了 6%，也是吞掉利润的一个原因，当然也预示着全面转型开始。**这一年其实是拐点成型的一年，特点是阵痛期影响在末尾集中显现。**

图表 11. 2012~2015 年业绩主要变化

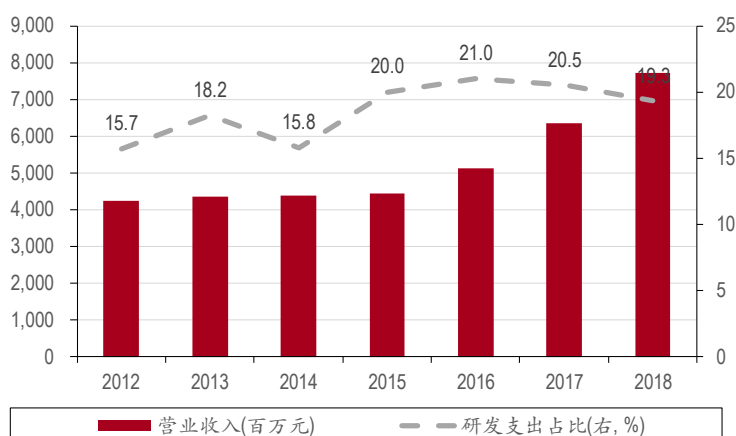
年份	营收 (亿)	扣非净利润 (亿)	重要变化
2012	42 (+3%)	3.5 (-30%)	发布里程碑产品 NC6 (针对大中型集团企业)；加强签约质量，预收+38% 达 5.3 亿
2013	44 (+3%)	4.2 (+21%)	人员从 1.3 减至 1.2 万，加大费用控制 (主要费用同比仅+0.7%)；研发支出+20%；U8 升级为 U8+ (软件+云)
2014	44 (0%)	5.9 (+23%)	分拆中高端业务，成立用友优普独立经营中端；年底改名用友网络；畅捷通港股上市；设立友金所，获得支付牌照；业务划分为软件+企业互联网服务+互联网金融
2015	45 (+2%)	1.1 (-80%)	大力投入互联网服务+金融约 8 亿 (研发投入合计 8.8 亿)；软件产品收入 -6%；发布 iUAP

资料来源：2012~2015 年公司年报，中银国际证券

2016~2018 年：突破 50 亿关口，携云开启“用友 3.0”时代

公司敏感地嗅探到行业变化，在业绩承压之前筹备转型。我们认为，转型最重要的是方向正确以及持续投入。方向是否正确只有时间能给出答案，但持续投入方面公司未曾放松过。从 2012 年有研发支出占收入比例数据开始，这一指标就保持在 15% 以上，最高达到 21% (如图表 12)。投入绝对值方面也领先行业，例如，2018 年的研发支出为 14.8 亿元，在申万计算机公司分类中排名第 5、软件企业排名第 3。

图表 12. 公司研发支出营收占比保持 15% 以上



资料来源：万得，中银国际证券

在科技行业的研发投入除了资金层面，还有人才层面。公司保持着较大强度的股权激励传统：2013 年的激励提升了转型期的人才吸引力，2017~2019 年的连续激励将发展的成果和员工分享，保持团队的战斗力。

图表 13. 公司历次股权激励情况

年份	方式	股本占比	人数	对象	行权价 (元)	考核目标
2019	期权+RSU	0.091%	156	高管 (1) + 骨干员工 (155)	28.15	软件业务+云服务业务收入 (2019 年 > 69 亿、后两年增长 10%、20%)
2018	期权+RSU	0.070%	28	骨干员工	28.18	营收 (2016 年基数, 2018 年增长 20%、后两年增长 30%、40%)
2017	期权+RSU	1.320%	1,444	高管 (14) + 骨干员工 (1,430)	15.88	营收 (2016 年基数, 2017 年增长 10%、后两年增长 20%、30%)
2013	期权+RSU	3%	1,641	高管 (15) + 专家、中层及骨干 (1,626)	12.63	扣非 ROE > 10%; 扣非净利润 (2012 年基数, 2013 年增长 20%、后两年增长 44%、73%)
2011	期权	3%	1,906	高管 (21) + 核心员工 (1,885)	25.16	扣非 ROE > 12%; 扣非净利润 (2009 年基数, 2012 年增长 120%、2013 年增长 185%)
2006	股票	3% (首次实施)	—	高管 (17) + 核心员工	18.17 (认购价)	加权平均 ROE > 10%

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

注: 考核目标以首次授予标准为准

2016 年 8 月 13 日, 用友 3.0 战略发布会在贵阳举行, 董事长兼 CEO 王文京正式宣布用友进入以“企业互联网服务”为主体业务的 3.0 时期, 标志着用友公司的发展从财务软件的 1.0 时期、企业管理软件与服务的 2.0 时期, 全面进入了第三个战略发展时期。在同期举行的 2016 年中国企业互联网大会上, 用友首次集中发布了近十款云服务系列产品。我们将公司三大业务板块梳理如图表 15 所示。可以看出, 中云 ERP、领域云、行业云和云平台组成的云板块成为发展重心。

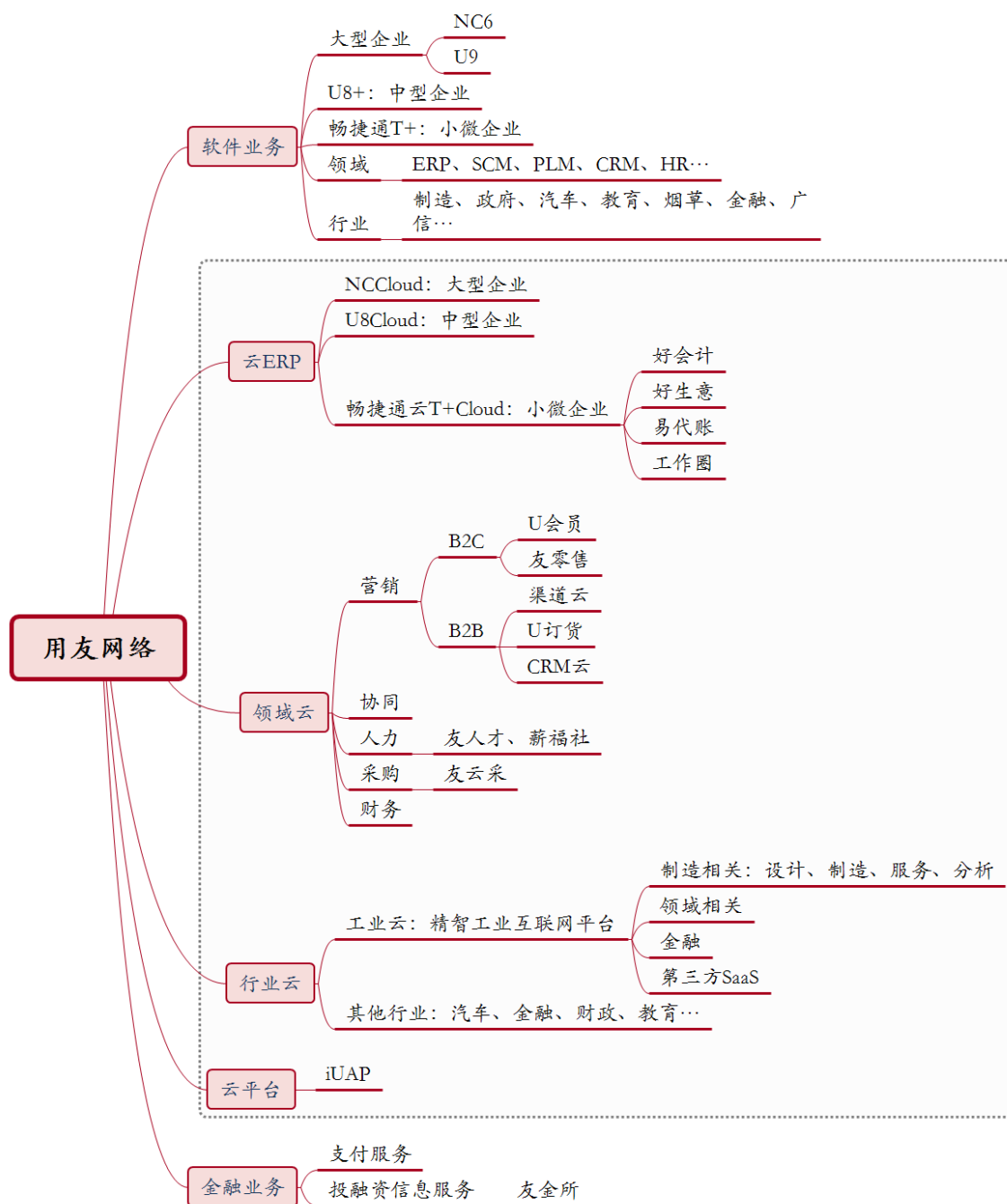
图表 14. 2016 年用友 3.0 战略发布



资料来源: 人民网, 中银国际证券



图表 15. 公司软件+云+金融的业务布局和典型产品

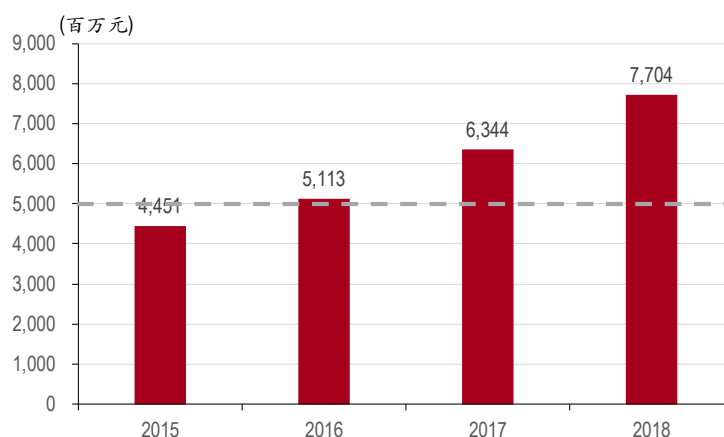


资料来源：公司年报，中银国际证券

注：曲线框部分为云业务

用友渡过转型期，把握住了云计算时代机会，在收入体量上尤为明显。2012~2015 年 4 年未能突破的 50 亿整数大关，相信公司“苦 50 亿久矣”。而这一关口终于在 2016 年一举突破，并在随后两年继续突破 60 亿和 70 亿大关。

图表 16. 用友 3.0 时代收入连续突破 50-60-70 亿大关



资料来源：万得，中银国际证券

从软件产业收入占比约千分之五到千分之二，自然有企业软件之外的软件细分市场蓬勃发展的一面，但用友以 20 年新旧两阶段的征程和 20% 的复合增速保持着与行业一致的跳动频率，成为中国软件业的样板企业之一。

如果说 2012~2015 年是公司转型之年，那么现在的用友进完全进入 3.0 阶段，最近三年实现连续高增长且复合增速超 71%，重回高速增长之路。那么，3.0 时代的用友能够持续以原有增速持续发展多少年呢？我们尝试化繁为简，结合云和国产化的行业机遇和用友自身角色去进行理解。

云成就用友还是用友成就云？

剖析了用友的代表性，其投资主线就变得有迹可循：软件产业的增长逻辑为公司塑形，而中国软件行业正面临两个历史机遇的叠加，即云和国产化。但市场还想知道，用友是否因为云计算时代而变得有价值？现在贵吗？用友可以持有多久？所以，我们想在讨论行业机会的同时思考一个问题，即用友和云谁成就了谁。这有助于在投资主线之上理解公司的跟踪方法——如果是云成就用友，那么公司的机会就多侧重于云计算细分领域；如果是用友成就了“用友云”，则应该着眼更广泛的软件上下游机会。

我们的观点是后者，并非云计算造就了用友的价值，而是软件行业遇上了云计算趋势，在用友已占传统市场份额三成之后，适时地成为新的增长驱动因素。

软件—企业互联网—云服务：跟随行业的脉搏

用友 3.0 阶段重回高增长的功臣非云服务莫属：云收入 2018 年增长 108%，2019H1 增速 115%，与传统软件也饿无个位数的增速相比显然更具看点。我们统计梳理了 2011 年至今公司在云计算的布局，回顾其从软件到互联网服务再到云服务的演化过程。

图表 17. 公司云业务主要进展

年份	云业务进展
2011	<ul style="list-style-type: none"> - 举办了主题为“迈向云端企业”的“2011 用友技术大会”； - 畅捷通公司的云应用产品荣获新加坡电信 I.Challenge 2011（创新）入围奖； - 提出要拥抱云计算产业浪潮，实施用友云战略，建立企业云服务平台。
2012	<ul style="list-style-type: none"> - 里程碑产品 NC6 综合利用云计算等技术；发布了“用友企业云平台”（PaaS 平台），支持了公司和伙伴 SaaS 业务的开展；加快了 SaaS 业务发展，发布了财税、协同、营销、支付的四朵云应用服务。加快“云+端”业务模式的尝试，发布了 U8+、畅捷通 T+ 等产品； - 非公发行募资 18.8 亿元投入用友云服务（北京）中心等三个项目建设；发起成立“中国云产业联盟”。 - 用友 U8 为 U8+，结合移动互联网技术及应用，以及电子商务等应用，率先实现了从 ERP 到“软件+云服务”的跨越；
2013	<ul style="list-style-type: none"> - 面向大中型企业与组织的私有云应用平台（UAP）产品持续创新，发布了移动平台 UAP Mobile2.0、云管理平台 UAP Cloud2.0 等产品； - 面向小微企业和各类企业公共应用服务的公有云平台（CSP 平台）完成设计；云应用服务累计注册用户数超过 80 万人； - 海外市场与法国源讯公司合资的云安公司，基于用友 NC 开展了私有云业务。 - 明确了以“软件”、“企业互联网”、“互联网金融”为未来主业方向的发展战略地图，加大了私有云业务、分销、产品支持服务占比；
2014	<ul style="list-style-type: none"> - 私有云方面发布了云管理 PaaS 平台 UAP SoMa1.0、大数据处理平台 UDH1.0 等产品； - 将 U8 的产品与解决方案从原来的 ERP0123，全面升级到企业互联网应用 123； - 发布易代账、工作圈、客户管家（CRM）等 3 款小微企业云应用产品，小微企业用户数超过 13 万。 - 在三季度发布了用友 3.0 战略，聚焦“软件、云服务、金融”三大核心业务；
2015	<ul style="list-style-type: none"> - 设立超客、薪福社等面向营销、HRM 等领域的子公司并推出产品； - 企业互联网业务企业客户数超 80 万家，增长四倍，小微企业云服务平台客户数超 60 万，增长三倍。 - 召开用友 3.0 战略发布会，宣布进入以“企业互联网服务”为战略业务的 3.0 时期；集中发布了十余款云服务产品，包含了用友 iUAP、友云采、共享财务云、友人才、友报账、友空间等； - 云服务业务收入 1.2 亿，同增 34%；云服务企业客户数 268 万家，同增 235%。
2017	<ul style="list-style-type: none"> - “用友云”全新上线，提出把握“企业上云”机会； - 云服务收入 4.1 亿，增长 250%，云客户达 393 万家； - 用友云 2017 年中国公有云 SaaS 市场占有率第一（赛迪）； - 公司指出初步树立了云企业服务领域的领导地位。
2018	<ul style="list-style-type: none"> - 云服务收入 8.5 亿，增长 108%，收入达 8.5 亿元，占总收入 11%，实现了云服务规模化；
2019	<ul style="list-style-type: none"> - 上半年云服务收入 4.7 亿，增长 115%，其中小微企业 0.45 亿（+142%）、大中企业 4.3 亿（+112%），云企业客户数 493 万家。

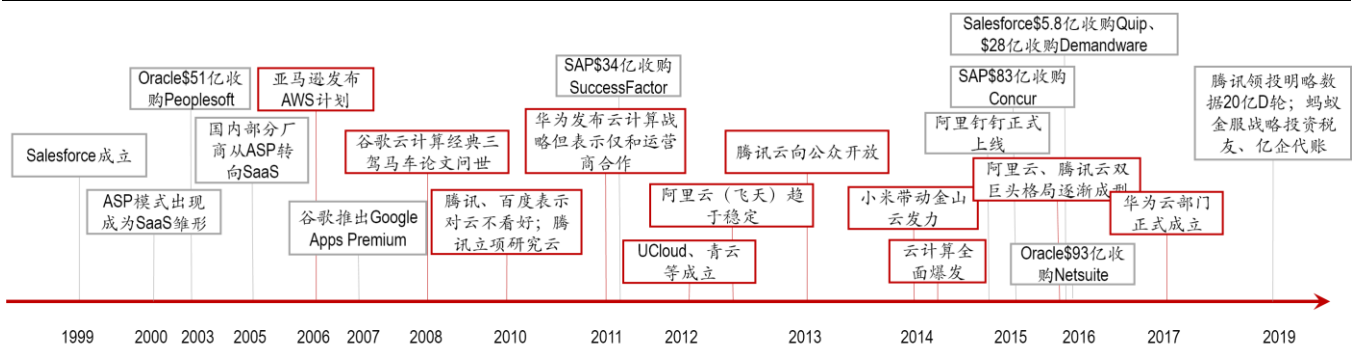
资料来源：公司年报，中银国际证券



从图表 17 可以看出，公司在 2011 年之前还处于对云的关注和摸索阶段；2012~2013 年开始逐渐落地有影响力的产品；2014 年正式将战略定位于“企业互联网”场景（内涵即软件、云计算和金融“三驾马车”）；2015~2016 年正式明确云服务是企业互联网战略中、软件业务外的重要组成部分；2017 年至今，云业务瓜熟蒂落，主要进展表现在系列产品的打磨完善和业绩规模化成长。

那么，同时期 SaaS 行业和公司如何在发展？用友在 SaaS 转型中处于一个什么样的位置？我们也整理了部分 IaaS 和 SaaS 里程碑事件（如图表 18），以及摘录前瞻产业研究院给出的国内部分软件企业向 SaaS 转型的路线图（如图表 19）。

图表 18. 云基础设施与 SaaS 大事记



资料来源：相关公司公告、36 氪、搜狐、贤集网，中银国际证券

注：红色为 IaaS 相关，灰色为 SaaS 相关

图表 19. 国内主要 SaaS 上市公司转型路线图

年份	用友网络	金蝶国际	广联达	泛微网络
2010	发布用友云战略			
2011		发布云战略转型		
2012	发布面向小微企业的财税/协同/营销/支付云应用服务	推出核心云 ERP 产品 K3 Cloud		
2013				发布 SaaS 云办公平台 e-teams
2014		推出“云之家”移动办公服务		
2015	面向大型企业承担 NC 系列产品向云转型	与亚马逊 AWS 签署战略合作协议	推出“云+端”架构的云计价平台	
2016		推出面向小微企业的“精斗云”	国际业务发布基于云的 MagiCloud	
2017	用友云正式发布；发布新一代云 ERP—U8Cloud		云计价业务 6 省试点；发布企业 BIM 云平台	
2018		推出面向大型企业的“金蝶云苍穹”；战投纷享销客	推出云算量产品，试点扩大至 11 省市	启动鲲鹏计划大力推广 e-teams

资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

2010~2011 年用友、金蝶等企业已经开始筹谋布局，分别发布了云战略。我们认为此时两家发布的云战略应是尝试性探索，主要是对国外 SaaS 厂商的被动跟进。因为当时国内面临 ASP（一种早期的业务租赁模式）失败的局面，业界对 SaaS 持观望态度为主。从早期的产品也可以看出，用友和金蝶彼时也都是跟随海外步伐，从小微企业 SaaS 起步。

行业龙头最怕的一种情况是在旧时期迂回，在新周期被淘汰。用友在云的布局大致处于跟随国外、领先国内的位置。较早的布局和较长时期的储备为公司在国内云窗口开启时不但没有落后，优势地位反而更加巩固。

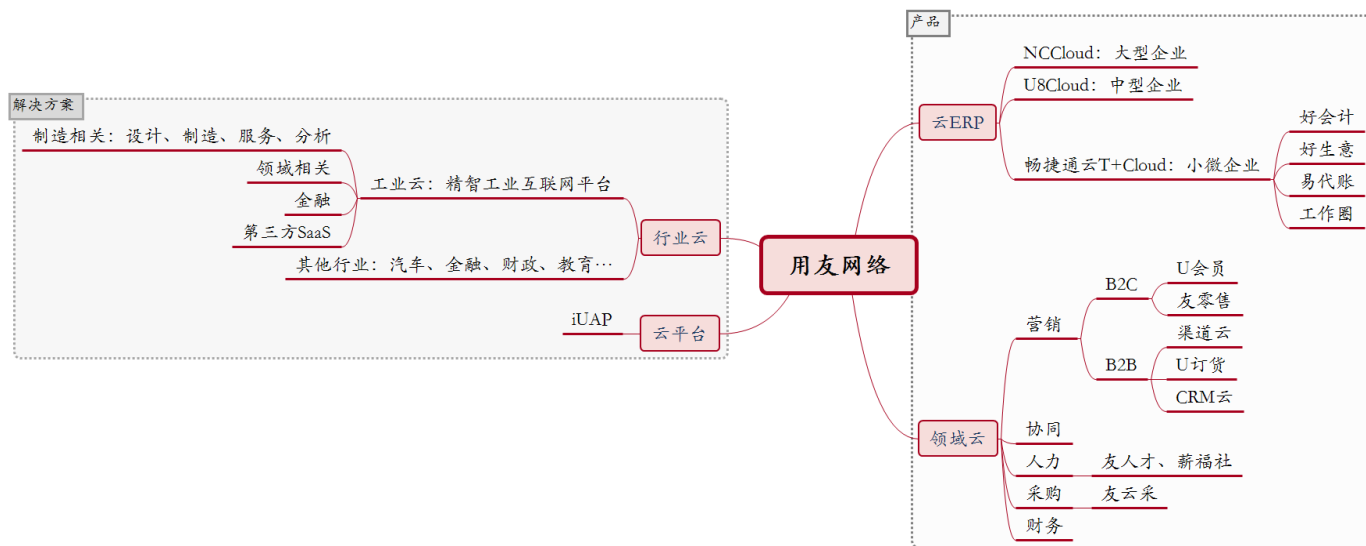
云 ERP+领域云+行业云：云是软件产品力的传承

如果只说用友是行业龙头，所以随着行业云趋势自然起落，则忽视了其产品力的基础和沿袭。实际上，细看图表 19 可知，同是从小微企业起步，用友在 2015 年即将 NC 系列产品转云，金蝶则是在 2018 年推出中大型企业产品云苍穹系列。这意味着经历了 2015 年之前的试水期后，双方的转云思路开始出现差别，用友是较早向中大型领域推出云产品的。有理由相信，这种选择受公司在中大型企业市场的传统优势能力主导。所以，用友在云的布局既是跟随行业趋势，又在探索适合自身特色的路径。

我们将用友云相关的业务条线提取出来，得到图表 20。其中体现出用友的云业务主要包括云 ERP、领域云和行业云，以及云平台。云 ERP 是传统 ERP 软件的云化形式，领域云是解决企业管理诸多板块中的某一具体领域（如营销、协同、人力等），行业云是针对工业等特定行业的解决方案，云平台（iUAP）是针对面向云的研发集成支撑平台。

另外，用友的云又可分为 SaaS（软件即服务）和 PaaS（平台即服务），以及 DaaS（数据即服务）和 BaaS（业务即服务）等。其中 SaaS 是偏顶层的应用云（如 CRM、HRM），PaaS 是偏中间层的平台云（如 iUAP），DaaS 和 BaaS 是侧重数据和运营的云解决方案组件。

图表 20. 聚焦公司云布局



资料来源：公司年报，中银国际证券

为什么要将原来的产品线分别转型到相应的云条线上去？这是“新瓶装旧酒”吗？能不能用纯粹标准的、一致的 SaaS 产品服务全部企业？很显然，这是理想情况，但目前并不可行。

这需要进一步了解企业管理软件厂商服务的客户类型，客群一般分为：（1）大型和成长型集团企业；（2）中型企业；（3）小微企业。根据客户规模大小，其对管理软件的需求有不同的特点。在传统 ERP 产品中，三个群体分别由 NC 系列、U8 系列和畅捷通系列软件提供支持。

图表 21. 用友原有 ERP 软件产品满足不同规模企业需求

面向大型企业	面向中型及成长型企业	面向小微企业
用友NC6	用友U8+	畅捷通T+
用友U9	用友PLM	畅捷通T1
用友智能工厂	用友CRM	畅捷通T3
用友HCM	服务圈	畅捷通T6
用友BQ		
iSM		

资料来源：用友官网，中银国际证券

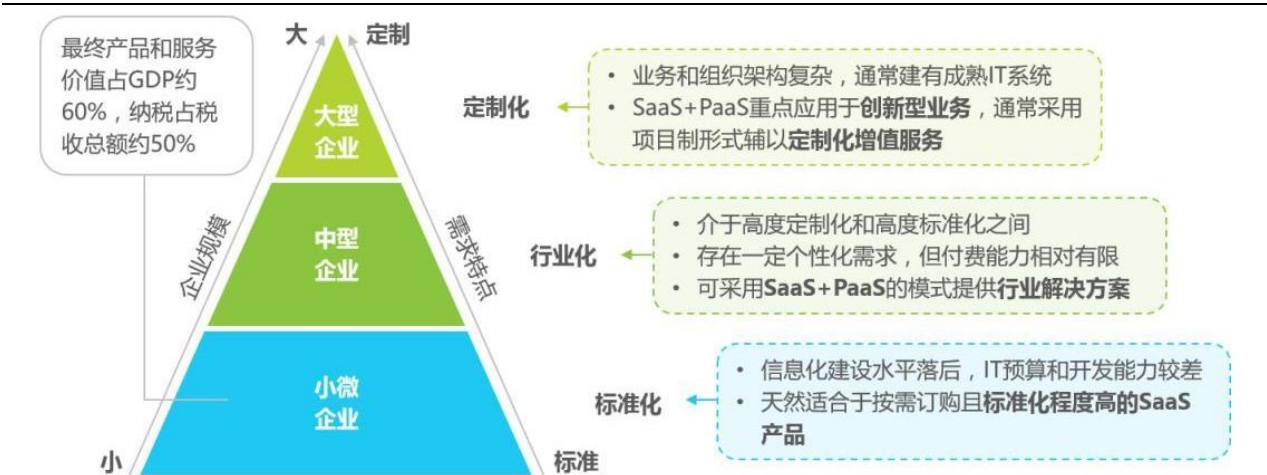
大中型企业和小型企业的业务本身是有差别的。图表 22 列出了 2017 年国家统计局修订的各规模企业划分标准。以工业领域为例，1000 人、营收 4 亿元以上的大型企业和 300 人、营收 2000 万以下的小型企

图表 22. 统计上大中小微型企业划分标准（部分行业）

行业名称	指标名称	计量单位	大型	中型	小型	微型
农、林、牧、渔业	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 20000$	$500 \leq Y < 20000$	$50 \leq Y < 500$	$Y < 50$
工业 *	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$2000 \leq Y < 40000$	$300 \leq Y < 2000$	$Y < 300$
建筑业	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 80000$	$6000 \leq Y < 80000$	$300 \leq Y < 6000$	$Y < 300$
	资产总额(Z)	万元	$Z \geq 80000$	$5000 \leq Z < 80000$	$300 \leq Z < 5000$	$Z < 300$
批发业	从业人员(X)	人	$X \geq 200$	$20 \leq X < 200$	$5 \leq X < 20$	$X < 5$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$5000 \leq Y < 40000$	$1000 \leq Y < 5000$	$Y < 1000$
零售业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$50 \leq X < 300$	$10 \leq X < 50$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 20000$	$500 \leq Y < 20000$	$100 \leq Y < 500$	$Y < 100$
交通运输业 *	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$3000 \leq Y < 30000$	$200 \leq Y < 3000$	$Y < 200$
仓储业*	从业人员(X)	人	$X \geq 200$	$100 \leq X < 200$	$20 \leq X < 100$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$1000 \leq Y < 30000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
邮政业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$2000 \leq Y < 30000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
住宿业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$2000 \leq Y < 10000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
餐饮业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$2000 \leq Y < 10000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
信息传输业 *	从业人员(X)	人	$X \geq 2000$	$100 \leq X < 2000$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 100000$	$1000 \leq Y < 100000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
软件和信息技术服务业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$1000 \leq Y < 10000$	$50 \leq Y < 1000$	$Y < 50$

资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 23. 企业级 SaaS 客群结构天然包含了需求差异性



资料来源：艾瑞，中银国际证券

来自艾瑞等行业报告也显示，不同规模的企业在 SaaS 领域的需求保持了这种差异性。所以尽管从传统软件转型为云软件，标准化程度是有提升，但还是需要根据不同客户的特点提供差异的底层架构和上层方案。

当然，云 ERP 不等于简单地将 ERP 运行在云平台上，而是需要从 SaaS、PaaS 等角度进行拆解重构，从而能够从底层架构上就天然支持公有云、私有云和混合云的 IT 基础设施。因此，云产品对研发的投入需求是很大的，大型、高端 SaaS 产品的技术护城河十分明显。

图表 24. 传统 ERP 和云 ERP 的区别

项目	传统ERP	云ERP
访问模式	远程（互联网）访问，B/S架构	远程（互联网）访问，B/S架构
服务器	客户自己购买	阿里云、华为云、亚马逊云
数据存储	本地存储	本地存储或云服务器存储
服务	收费、预约上门服务	免费，10分钟内响应问题处理
升级	收费	免费
IT运维	客户自己运维	云总部工程师运维

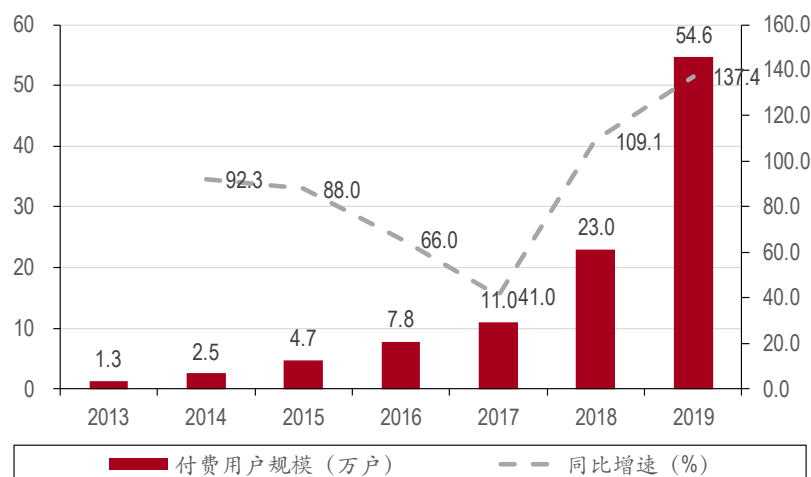
资料来源：中银国际证券

相比传统软件，SaaS 存在免费和付费用户两种。虽然整体上云付费客户数量在不断增加（如下图表 25），但毕竟国内企业沿袭的付费习惯和海外不同。这使得 SaaS 对软件厂商表观收入贡献上有所折扣。典型的情况是小微企业的付费能力和付费意愿较低，同时企业自身存续时间较短，对 SaaS 付费的长尾效应尚有待观察。

因此，尽管用友历年财报中披露的云服务客户数量增长很高（一般超过收入增速），但仍然是大中型企业贡献较大收入。例如，2019H1 中报显示大中型企业客户厂商云收入 4.3 亿（+112%），而小微企业相关收入仅 4,527 万元（+142%），后者仅为前者的 1/10。同行业的金蝶情况也类似：金蝶云星空和云苍穹两款产品服务大中型企业，2018 年云星空实现 6.1 亿收入（+54%），不考虑 2018 年新推出的云苍穹，按当年云业务收入 8.5 亿元计算，大中型企业贡献云收入占比至少在 72%。

从 SaaS 的初衷是用标准化产品覆盖长尾（小微企业）市场的角度看，结果并不能说云是用友的特质或者云造就了用友，相反是用友吸收了云的优点为自己的业绩引擎找到了重启的契机。具体来说，云也许不会改变客户和收入结构，但能够通过易维护性、快速功能迭代和模块化降低公司研发运维成本，进一步增强产品力。另一方面，云淡化了互联网与软件行业的边界，使用友在软件行业的代表性得到了增强。

图表 25. 2013~2019 年中国 SaaS 行业付费用户规模在增长



资料来源：前瞻产业研究院，中银国际证券

云已成为用友的属性之一

用友云的成功有了产品力的基础，在近年来快速开花结果，在市场竞争中集聚了优势。据赛迪顾问 2018 年发布的《2017~2018 年中国云计算市场研究年度报告》显示，用友云 2017 年中国公有云 SaaS 市场占有率第一。我们来看看云领域具体有怎样的机会。

在 SaaS 领域，竞争者主要有软件商和互联网商两大背景。前者优势是业务和客户层面有护城河，后者优势是人才和技术方面有冲击力。如果是自研产品，互联网巨头的一般是从 ERP 外围切入，包括 OA、协同、文档甚至支付等，较少直接触及核心 ERP 产品。同时，互联网厂商还通过和传统厂商合作的方式补充部分核心能力，例如百度入股汉得信息、阿里钉钉投资蓝凌、腾讯投资销售易等。

图表 26. 2019 年中国企业级 SaaS 供给端驱动力：传统软件商



资料来源：艾瑞，中银国际证券

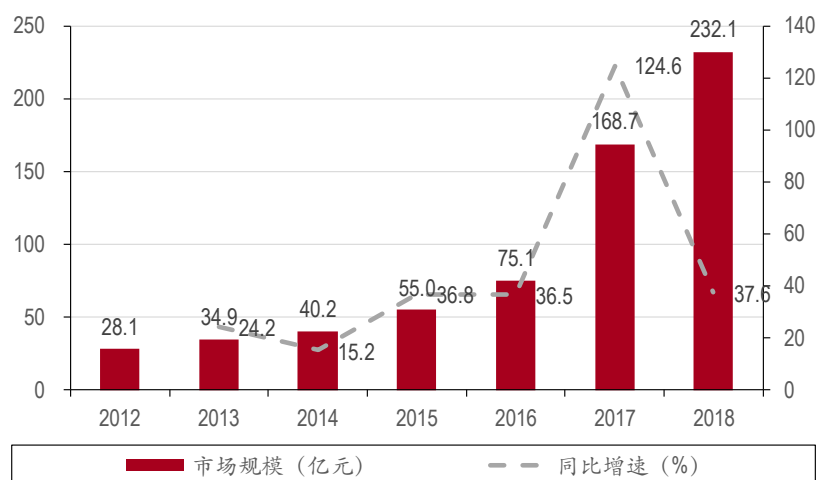
图表 27. 2019 年中国企业级 SaaS 供给端驱动力：互联网巨头



资料来源：艾瑞，中银国际证券

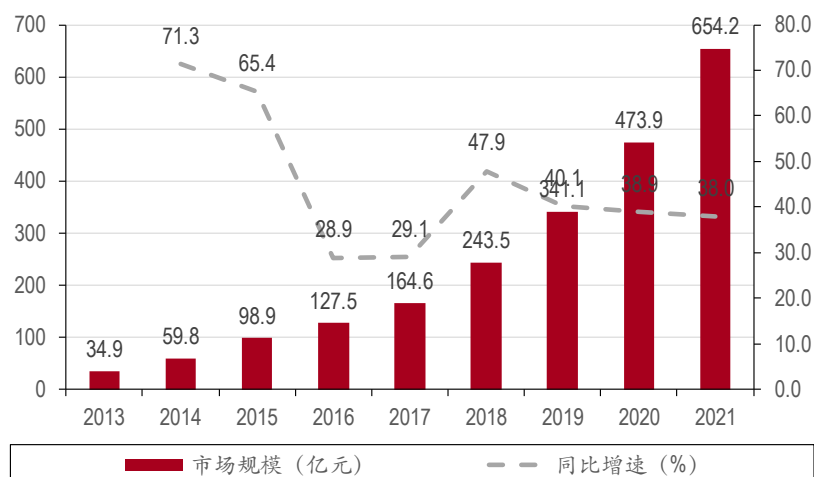
中国信通院的数据显示，2015 年开始中国 SaaS 市场增速跃升到 40~120% 的生活片，迎来了爆发增长的拐点。艾瑞咨询针对企业级 SaaS 做的走访调研中 2017~2018 年的数据与信通院基本一致，同样认为 2014~2015 年后行业保持 40% 左右的持续增长。这与用友推出 3.0 云战略级的时点相吻合，2016~2018 年及 2019H1 的不含金融类的云服务收入分别增长 34%、250%、108% 和 115%。而且，2019H1 的云预收款还有 4.4 亿（+46%），可看作较确定的收入。

图表 28. 2012~2018 年中国 SaaS 市场规模及增速



资料来源：中国信通院，中银国际证券

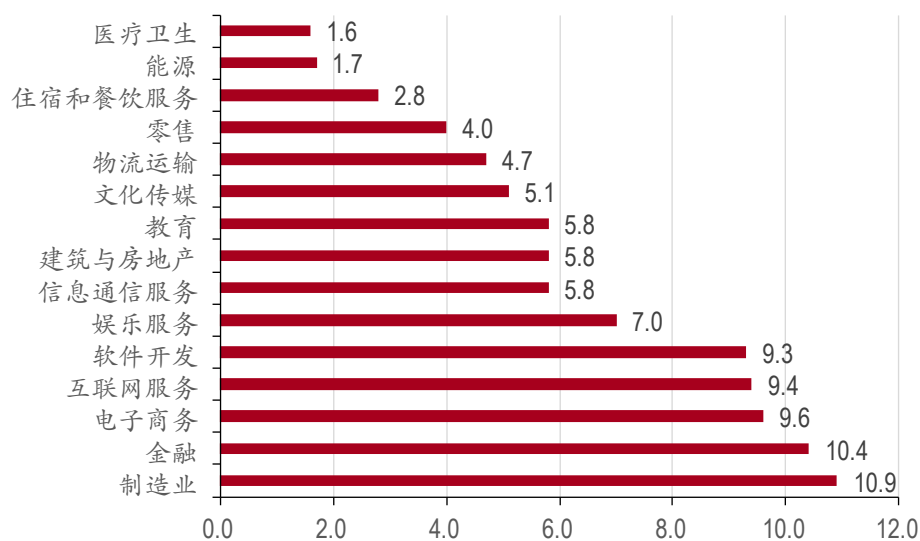
图表 29. 2013~2021 年中国企业级 SaaS 市场规模及增速 (单位: 亿)



资料来源: 艾瑞, 中银国际证券

在细分领域方面, 首先, SaaS 在各个下游的渗透率还不是很低, 较好的行业如制造业、金融、电子商务、互联网服务、软件开发等渗透率约 10% 左右 (见图表 30)。

图表 30. 2018 年中国 SaaS 行业渗透率



资料来源: 阿里云, 中银国际证券

因此, 公司在云领域的机会在于 SaaS 市场的高增长、渗透率的上升空间以及竞争中的优势地位。

国产化是国内顶级企业软件商重大机会

相对于传统软件, 云软件是一个新机会; 相对于云软件, 国产化又是另一个新机会。过往的国产替代更多是一种行业内自发的过程, 而且硬件领域以贴牌等方式满足的是表面进口替代需求。现阶段美国等科技禁令环境下, 真正的科技国产化进程提速已经开启。而软件领域基本能够做到更纯正的自主研发, 也因此更有机会在产业链上较快迎来新旧格局转换。



传统 ERP 软件时代中国企业落后于海外企业，这与传统时期工业制造业信息化发源于海外（如西门子、博世等）有关，伴随它们成长起来也是国外 ERP 公司（典型如 SAP、Oracle）。而产业互联网时代，中外软件厂商则几乎站在同一起跑线上。从产品竞争力层面看，软件国产替代机会也日益明显。

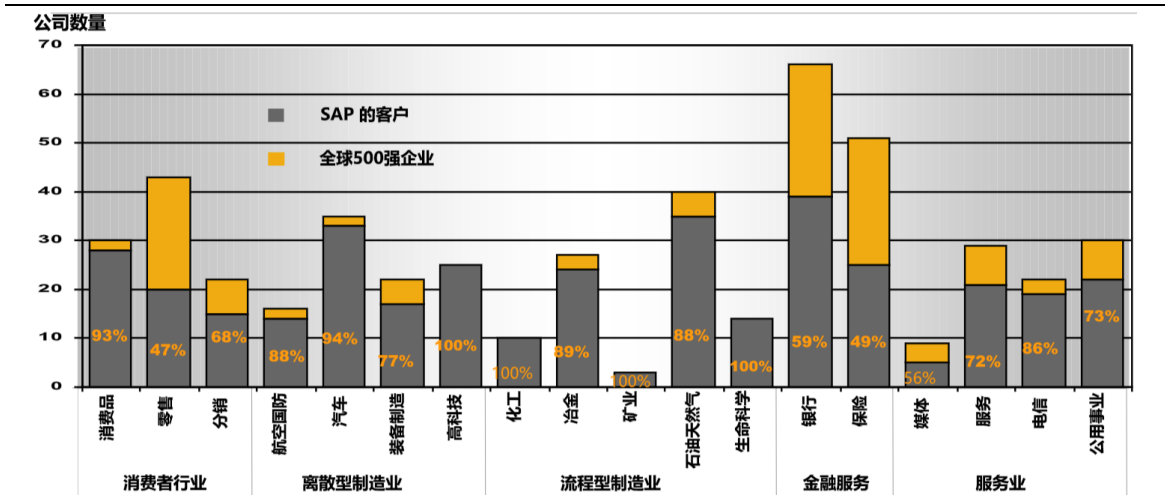
先来看现状。根据 Panorama 统计，2017 年全球市场上份额领先的 ERP 企业是 SAP（20.3%）、Oracle（13.9%）、微软（9.4%）和 Infor（7.4%）等（图表 31）。SAP 自己的数据也显示，2017 年的其在全球 500 强企业中的行业占比普遍很高，高科技、生命科学、化工、汽车、消费品等领域市占率更是超过 90%，甚至达到 100%（图表 32）。

图表 31. 2017 年全球十大 ERP 软件厂商综合排名

编号	厂商	主要解决方案	份额	功能分（5 分制）	投资回收期（月）	实施成本（收入占比）	实施时间（月）
1	Epicor	AVP	3.5%	3.2	8.6	5.4%	37.5
2	Infor	Infor CloudSuite	7.4%	2.9	9.8	5.1%	30.0
3	SAP	SAP Hana	20.3%	2.9	8.5	5.2%	34.3
4	IFS	IFS Applications	1.5%	3.6	48.0	4.0%	54.0
5	Oracle	Oracle Fusion Applications	13.9%	3.3	22.1	5.7%	25.3
6	Netsuite	NetSuite CRM	2.9%	2.8	8.7	2.8%	44.0
7	Microsoft	Dynamics POS	9.4%	2.9	11.9	5.2%	36.4
8	Sage	Sage 100	3.5%	2.8	9.6	4.4%	40.5
9	Syspro	Syspro ERP	1.1%	3.1	—	5.3%	—
10	IQMS	EnterpriseIQ	1.2%	3.0	—	2.4%	—

资料来源：Panorama、前瞻产业研究院，中银国际证券

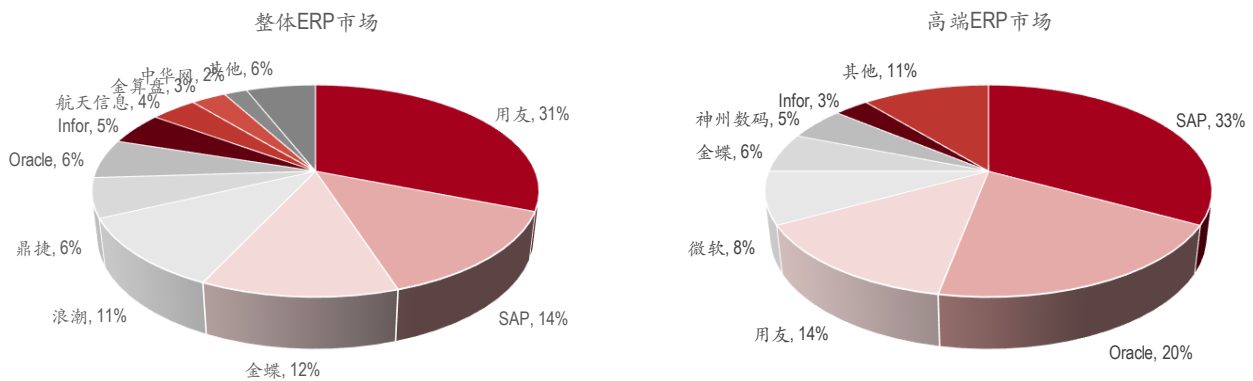
图表 32. 2017 年 SAP 在世界 500 强企业中的市占率



资料来源：SAP，中银国际证券

海外 ERP 龙头借助先发的产品优势也顺势占据了国内高端客户市场的大量份额。根据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国 ERP 软件行业深度调研与投资战略规划分析报告》，中国整体 ERP 市场中 SAP 和 Oracle 虽然只占 14% 和 6% 的份额（排在第二和第六），但在高端市场中则占据 33% 和 20% 的份额，位居前二。

图表 33. 中国整体及高端 ERP 市场格局



资料来源：前瞻产业研究院《2018~2023 年中国 ERP 软件行业深度调研与投资战略规划分析报告》，中银国际证券

由于 SAP、Oracle 基本只服务高端市场，可以推算高端市场占整体规模的 30~42%。海外厂商（SAP、Oracle、微软、Infor 等）合计占据了这部分市场的 64%。相当于国产厂商在高端 ERP 市场里有近 180% 的弹性空间；以整体 ERP 市场口径看，也存在约 20~30% 的弹性空间。

尤其是今年以来，行业迎来标杆性事件——华为产业链全面国产化进程的开启。作为国内科技和制造业巨头，华为影响的产业链企业数量众多。根据用友官方公众号消息，用友和华为的合作逐步深入。2019 年 7 月 23 日，鲲鹏计算产业发展峰会上华为云发布“鲲鹏凌云计划”，用友成为首批企业应用战略合作伙伴，总裁陈强兵表示已经完成了 NC Cloud、A++ 等产品和基础设施的适配工作；8 月 1 日，用友与华为签订合作协议，基于用友企业云服务和华为 GaussDB 数据库打造国产化解决方案，是双方构建鲲鹏产业生态的重要进展之一；9 月 18 日，第四届华为全联接大会上，用友获“鲲鹏生态合作最佳实践伙伴”、“华为云生态合作最佳实践伙伴”两项荣誉，并联合发布智慧财政解决方案等，另外 NC Cloud 也通过 OceanStor V5 KunPeng 系列存储融合认证、TaiShan 服务器认证、GaussDB 100 1.0 关系数据库认证等。

图表 34. NC Cloud 通过多项华为认证



资料来源：用友官方微信公众号，中银国际证券

分析了云和国产化两大机会后，我们以 20%的复合增速为标准，对用友能再次持续高速发展多长时间作如下判断：

- (1) 企业级 SaaS 行业预测数据显示 2019~2021 年 3 年的行业增速接近 40%，即已保障 5 年行业 CAGR 在 20%以上；
- (2) 用友是行业龙头，云收入近三年增速持续翻番，且渗透率未触及天花板（2018 年 8.5 亿元云收入占整体收入 11%、2019H1 约 15%），预计公司 5 年增速在行业之上，且有望大幅领先；
- (3) 进一步叠加国产化带来 20~30%的弹性，则未来 6~7 年公司可延续高速发展阶段。

更多潜能：工业、金融与版图的扩大

公司布局中工业互联网与金融服务两个触角蕴藏着更多潜能，也是支撑我们看好主驱动力（云计算）之外的因素。前者是在垂直领域的深挖，如果说产业互联网模糊了软件业与互联网的边界，那么工业互联网有助于进一步向物联网突破；后者是在横向战线的拓展，不止是客户资源的变现，同时也将服务出口铺设到了C端市场的门口。

精智工业互联网：由软及硬

政策推动的工业互联网市场。工业互联网平台的出现主要是受智能制造、工业4.0等行业趋势带动，通过云技术、物联网技术、大数据技术、人工智能技术等提升工业制造智能化水平。工业互联网市场的涌现基本上是政策自上而下推动的结果。

图表 35. 近期国家层面关于工业互联网的政策

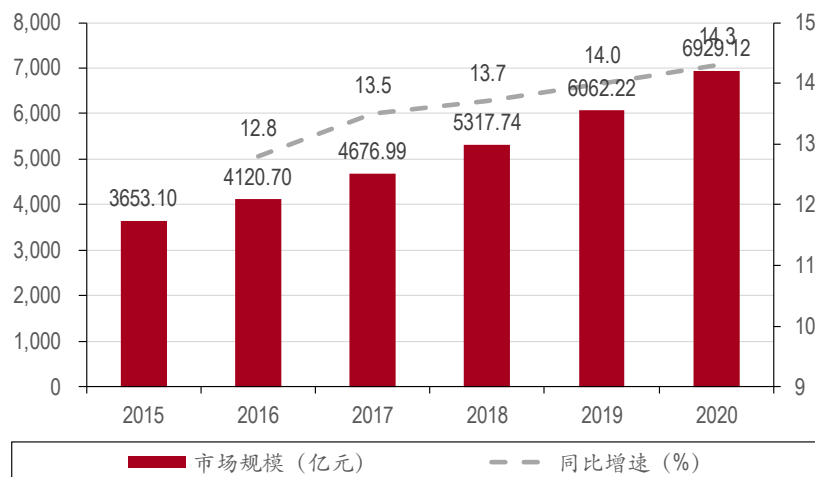
时间	发布单位	政策文件	相关内容
2015.07	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	推动互联网应用由消费领域向生产领域扩展，互联网与工业融合的广度和深度。
2016.05	国务院	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	搭建制造企业互联网“双创”平台；鼓励互联网企业与制造企业深度合作，优势互补；支持制造企业利用互联网技术优化自身的生产、服务和创新。
2016.10	工信部	《信息化和工业化融合发展规划（2016—2020年）》	构建基于互联网的制造业“双创”体系；制造企业推广网络化生产模式，发展智能工厂、个性定制等；创新跨界融合发展模式，加快制造业智慧集群建设。
2017.01	工信部	《信息产业发展指南》	工业互联网是发展智能制造的重要基础设施，要大力发展工业互联网，包括成立工业互联网产业联盟，加快制定工业互联网标准体系，组织开展工业互联网试点示范等。
2017.11	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》	实施工业互联网基础设施升级改造、平台建设及推广工程、标准研制及实验验证工程和关键技术产业化工程等，发展先进制造业，推动互联网和实体经济的深度融合。
2017.12	工信部	《工业控制系统信息安全行动计划（2018-2020年）》	提升安全防护技能，开展工业互联网安全防护技术的研究和创新；完善标准体系建设，加快工业互联网平台安全等急需先行标准的发布和应用。
2018.05	工信部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》	制定了提升基础设施、建设工业互联网平台、突破核心技术标准、培育新模式新业态、加强产业融合以及增强安全水平等多项具体的行动计划。
2018.05	工信部	《工业互联网专项工作组2018年工作计划》	针对工业互联网发展行动计划，专项工作组统筹规划进一步促进工业互联网发展规划的实施。
2018.05	工信部	《工业互联网APP培育工程实施方案（2018-2020年）》	基于工业互联网，培育出承载工业知识和经验，并能满足特定工业应用需要的APP。主要任务是夯实工业技术软件化基础、推动工业技术APP向平台汇聚、加快工业APP应用创新和提升工业APP发展质量。

资料来源：国务院、工信部，中银国际证券

在国家层面的政策助推下，多个省市也相继出台了一系列政策措施以推动工业互联网落地。例如，2017年1月上海市发布了《上海市工业互联网创新发展应用三年行动计划（2017-2019）》，提出到2019年，上海市工业云联网生态体系初步形成，力争成为国家级工业云联网创新示范城市。同年3月，上海市经信委与财政局联合发布了《上海市工业互联网创新发展专项支持实施细则》，对财政支持额度作出了具体规定。2018年3月广东省推出了《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《广东省支持企业“上云上平台”加快发展工业互联网的若干扶持政策（2018-2020）》，成为2017年11月《“互联网+先进制造业”发展工业互联网的实施方案》发布后首个专门出台工业互联网支持政策的省份。2017年以来，江苏、山东、湖南、湖北、贵州、内蒙等地也纷纷出台了各自的工业互联网及“企业上云”的实施方案或行动计划。

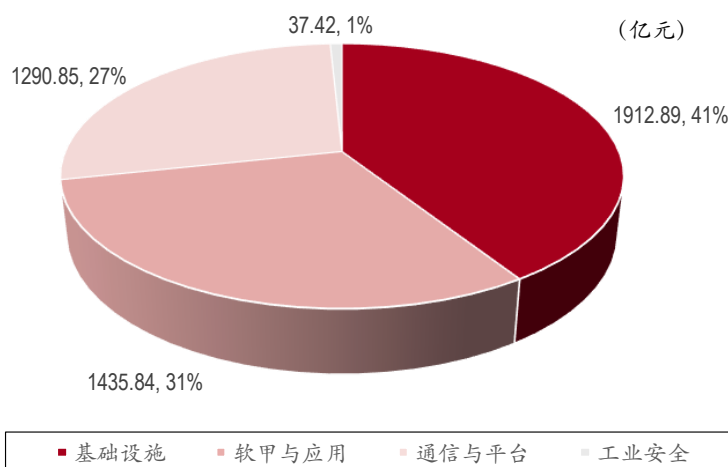
成长为近万亿级海量市场空间。从政策发布密集程度和关注点由粗到细的趋势可以看出，工业互联网逐渐从战略方针向工作规划再向拆解落地阶段发展，逐渐成长为万亿级的市场。根据中商产业信息网预测，2020 年工业互联网将保持 14% 左右的增速（且增速在不断提升），达到近 7,000 亿的市场规模。而在 2017 年，与用友密切相关的软件与应用细分领域市场规模就达到 1,400 亿元。

图表 36. 2015~2020 年中国工业互联网市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，中银国际证券

图表 37. 2017 年中国工业互联网细分领域规模



资料来源：中商产业研究院，中银国际证券

用友以精智工业互联网进场，发展成为第一梯队玩家。2017 年 8 月，用友在中国企业互联网大会高峰论坛上举办了“精智”用友工业互联网平台发布仪式。2018 年，用友专门成立了工业互联网事业部，并成为“用友面向未来的最核心业务之一”。公司认为用友工业互联网平台以用友为强大后盾，拥有完整的体系化 PaaS 云平台 iUAP，丰富的工业企业应用服务，强大的应用软件设计开发能力，庞大的制造业客户群，长期的工业应用实践和经验积累，具备服务供应链金融的独特优势。

图表 38. 用友工业互联网整体架构



资料来源：用友官网，中银国际证券

图表 39. 用友工业云服务核心是设计云、制造云和服务云



资料来源：用友官网，中银国际证券

由于公司主要在 IT 领域具备优势，因此工业互联网所需的硬件和 OT 短板则需要借助生态伙伴来补齐。目前公司已经和基础支持、关键技术、业务应用、金融服务等四大类生态合作伙伴建立联系。

图表 40. 用友智能制造生态四大类合作伙伴



资料来源：36 氪，中银国际证券

36 氪消息显示，2018 年精智工业互联网入驻工业企业 44 万家，上线大型工业企业 1,300 多家，覆盖 20 多个细分行业，全球部署营销服务机构 120 家，吸纳生态伙伴超过 600 家。平台推出云化工业软件 279 个，连接工业设备约 38.8 万台，支持 80 多种工业协议，发展工业 App 达 1,247 个。同时公司年报还显示，用友 2018 年参与建设 7 个地方政府主导的工业互联网平台，入围了 18 个省级“工业互联网及企业上云”服务商资源池计划；精智工业互联网平台入选工信部“工业互联网试验测试平台”（国家级双跨平台），负责搭建的贵州工业云（用友）平台被评为贵州省 2018 年工业互联网优秀项目。

用友金融：从 B 到 C

金融服务一直是企业服务中的重点，相对来说也是标准化程度较高的领域，因此除了牌照门槛之外对供应商来说较容易切入。我们认为友金所和中关村银行是两个具备特色布局点。

友金所。目前公司金融类云服务收入主要来源于企业支付业务和友金所的互联网投融资服务。而互联网投融资服务前身是互联网金融，实现资金方和需求方的对接，属于需求明显、行业正从无序转向良序发展的阶段。

（1）**机会：**对接到 C 端市场和一线的金融业务，对用友数据、算法和企业服务技术以及客户优势的充分利用，过往营收利润情况已经充分验证了可行性和能力（例如 2017 年平台累计撮合投资成交金额 265 亿元人民币，同比增长 141%）；

（2）**优势：**支付、互联网投融资服务（涉及资金存管等）的资质较为稀缺，另外在客户资源（流量入口）方面需要历史积累，对保障经营指标（如撮合成功率、坏账率等）方面也存在技术门槛。这些都是公司作为龙头企业具备的竞争优势。

（3）**现状：**监管层面对行业进行规范化管理，公司配合政策法规要求稳步发展，控制经营质量为主；

中关村银行。是北京第一家民营银行，注册资本 40 亿。中关村银行立足“三创”（即创客、创投、创新型企业），专注科技金融。用友是主发起人之一——显然，没有什么比开一家银行更能作为进入金融业的标志了，更何况是一个有场景打造差异化的银行。

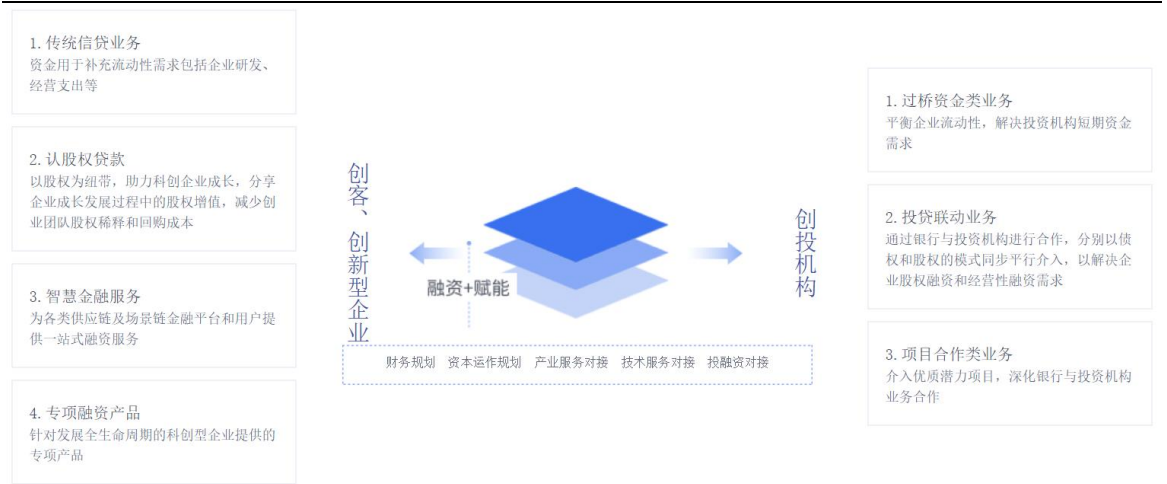
2013 年 8 月，中关村管委会发布了支持互联网金融产业发展的工作重点，其中包括支持中关村企业发起设立中关村银行。中关村管委会将其定位为科技银行、互联网银行，由民营资本发起并参与，风险自担。2016 年 11 月 17 日，用友网络、碧水源等共 11 家上市公司共同发起设立北京中关村银行。2018 年 7 月 16 日，中关村银行发布“场景智慧金融产品”，为居住、出行、教育等民生领域的创业者与创业团队提供线上供应链金融、线上场景金融、线上科创普惠金融等服务。

图表 41. 中关村银行联手公司宝推出三大创业套餐

股东名称	认缴出资 (亿元)	占设立时总股本的比例(%)
用友网络	11.92	29.80
碧水源	18.80	27.00
光线传媒	3.96	9.90
东方园林	3.96	9.90
东华软件	2.00	5.00
华胜天成	1.92	4.80
东方雨虹	1.92	4.80
梅泰诺	1.00	2.50
鼎汉技术	0.90	2.25
旋极信息	0.82	2.05
恒泰艾普	0.80	2.00

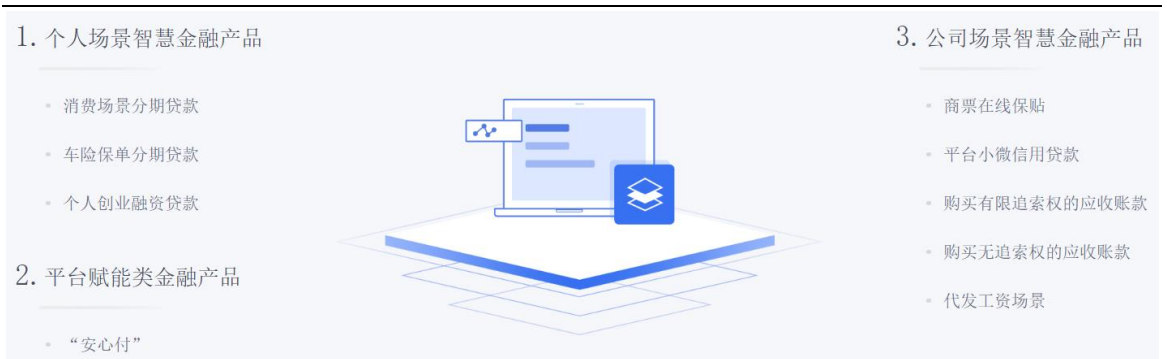
资料来源：相关公司公告，中银国际证券

图表 42. 中关村银行科技金融创新服务方案



资料来源：中关村银行官网，中银国际证券

图表 43. 中关村银行场景智慧金融创新服务方案



资料来源：中关村银行官网，中银国际证券

图表 44. 中关村银行联手公司宝推出三大创业套餐

套餐	价格 (元) *	服务内容
经典套餐	3,900	内资公司注册、银行开户
精耕套餐	6,099	内资公司注册、国地税报道、小规模纳税人代理记账 1 年、银行开户
深耕套餐	7,159	内资公司注册、国地税报道、税控申请 (小规模纳税人)、小规模纳税人代理记账 1 年、银行开户

资料来源：中关村银行官网，中银国际证券

注：* 不含中关村银行开户费用



中关村银行联手“公司宝”推出了相关的创业套餐，从服务内容来看，可对标航天信息等上市公司。并且，根据银行发起人的业务背景，预计企业财税等服务支持较有可能由用友网络提供。与可比公司相比，公司宝对接中关村银行能够在业务链上提供更为完善的服务。

图表 45. 企业财税服务相关上市公司

企业	业务内容	侧重客户群
航天信息	财税提升、经营助推（ERP、企业信用评价、融资贷款等）、财税咨询、人才培养（财税人员培训）。	各类型企业
金财互联	财税互联网综合服务平台、财税大数据平台、云端财税专业产业园区平台（代理记账机构、金融机构、事务所等）、一体化财税综合服务（中小企业）	代理记账机构、金融机构、中小企业等
顺利办	创业企业孵化：注册运营、财税服务、商标知识产权、市场营销、资金服务等	中小创新企业等

资料来源：三家公司公告及官网，中银国际证券

投资建议

盈利预测：收入与毛利率稳步提升

按照软件、云和金融的产品划分，我们对公司未来几年的增长情况进行了预测，如图表 46 所示。

图表 46. 公司分板块拆解业务预测

(人民币：百万)	2018A	2019E	2020E	2021E
软件				
收入	5,578.56	5,957.90	6,226.01	6,412.79
YOY(%)	8.70	6.80	4.50	3.00
成本	1,673.57	1,793.33	1,892.71	1,987.96
毛利	3,904.99	4,164.57	4,333.30	4,424.82
毛利率(%)	70.00	69.90	69.60	69.00
云服务（非金融）				
收入	850.63	1,730.59	3,123.11	4,932.98
YOY(%)	108.00	103.45	80.47	57.95
成本	59.54	86.53	124.92	147.99
毛利	791.09	1,644.06	2,998.19	4,784.99
毛利率(%)	93.00	95.00	96.00	97.00
金融				
收入	1,243.62	1,196.28	1,434.96	1,884.51
YOY(%)	54.99	(3.81)	19.95	31.33
成本	186.54	239.26	315.69	471.13
毛利	1,057.08	957.02	1,119.27	1,413.38
毛利率(%)	85.00	80.00	78.00	75.00
其他主营				
收入	158.27	166.18	157.87	165.77
YOY(%)	(5.25)	5.00	(5.00)	5.00
成本	125.75	131.28	125.51	132.28
毛利	32.52	34.90	32.36	33.49
毛利率(%)	20.55	21.00	20.50	20.20
其他				
收入	260.21	286.23	291.96	321.15
YOY(%)	(5.25)	10.00	2.00	10.00
成本	28.05	31.49	35.03	41.75
毛利	232.16	254.75	256.92	279.40
毛利率(%)	89.22	89.00	88.00	87.00
合计				
收入	7,703.50	8,860.35	10,647.59	12,996.26
YOY(%)	21.44	15.02	20.17	22.06
毛利率(%)	69.95	71.11	73.58	75.78

资料来源：万得，中银国际证券

预测基于以下主要假设：

- 1、软件收入保持平稳增长，但随着云收入增长占比提升，软件收入增速有所降低；毛利率水平参考过往公司财报，预计基本平稳略有降低；
- 2、云收入按 SaaS、PaaS、DaaS、BaaS 等拆分，整体保持较高增速；其中 SaaS 增速较高，其占比提升会带动该项毛利率提升，同时产品成熟度增长、维护成本的降低也对毛利率有所助益，整体上对标 SaaS 和纯软件行业整体水平；

3、金融收入随着互联网投融资信息业务体量的主动控制和支付收入的增长而出现一定波动；其中毛利率较高的投融资信息业务缩减对该项毛利率产生向下带动，整体参照电子支付同行业毛利率水平；

4、其他主营和其他业务按历史经验线性外推。

另外，该拆分口径主要依据全文的分析逻辑，并用于随后的估值分析，但与公司年报口径存在一定差异。历史数据与公司口径的误差约在 4~12%之间，处于可接受范围。我们对预测的合计数据做了相应比例的微调。

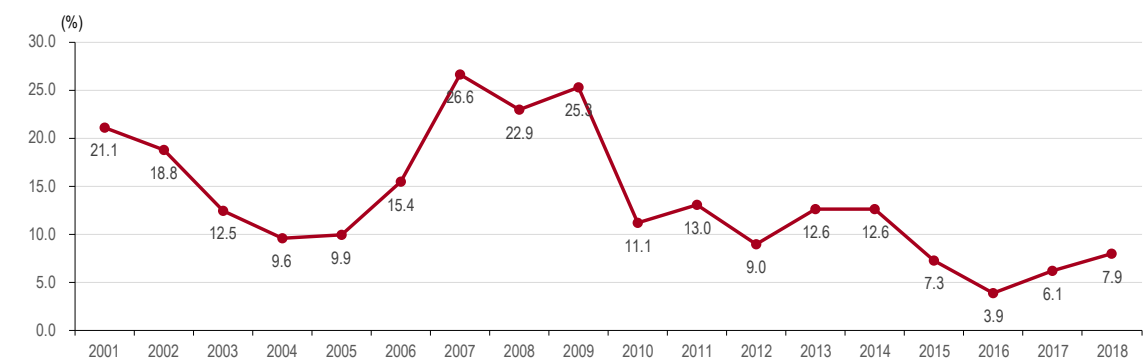
综上，预计公司整体保持 20%左右的收入增速，毛利率随着云服务占比提升而明显提升。

估值：未来两年估值快速消化

对于企业管理及信息化领域，采用分部估值法，即对传统软件收益采用 PE 估值法、对云业务收入采用 PS 估值法；对于工业互联网、金融科技等领域采用市场空间估值法。另外，对应年份的各项收入按上述预测为基准。

(1) 软件净利润还原：云业务处于研发投入和快速拓展阶段，按行业特点预计尚未盈利，对公司整体净利润短期有一定影响。2018 年软件收入 55.8 亿 (+8.7%)，2019H1 软件收入 22.5 亿 (+5.0%)，2019 年（预测）为 60.0 亿 (+6.8%)。按 2010~2014 年间净利润约 13% 计算（参考图表 47），得到软件业务净利润 7.8 亿）。

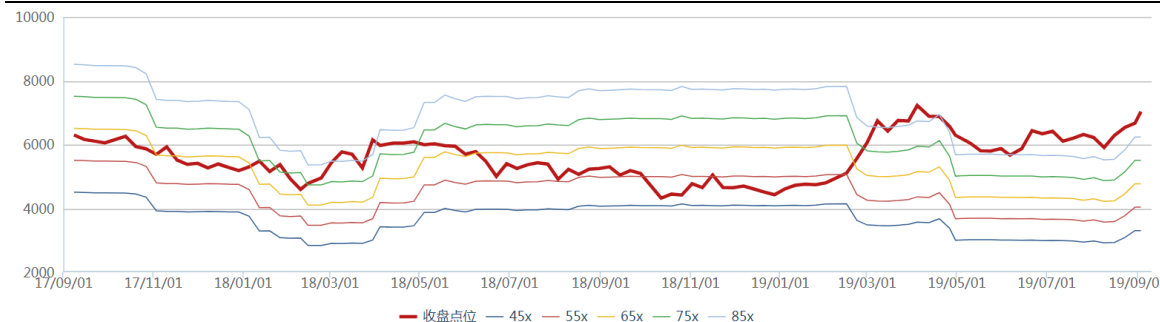
图表 47. 公司云转型前净利润率约为 13%



资料来源：万得，中银国际证券

同时，从图表 48 可以看到，用友网络所属的“软件行业指数”（882513.WI）的整体 PE 估值水平在 65 倍（黄线）左右。

图表 48. 近三年应用软件指数 PE-Band



资料来源：万得，中银国际证券

(2) SaaS 估值水平: 考虑一些国内 SaaS 公司的收入中非 SaaS 软件的收入占比不小且缺乏公开数据, 我们参考 SaaS 属性较强的海外公司判断可比 PS 水平。如图表 49 所示, 典型 SaaS 企业平均 PS 约为 14 倍, 考虑用友云服务收入增速远高于对标公司, 我们认为可保守按平均 PS 倍数估值。

图表 49. 典型 SaaS 企业 PS 水平约 14 倍

公司	PS (TTM)	最新中报收入增速 (%)	最新年报收入增速 (%)
VEEVA SYSTEMS	24.4	26.3	24.9
奥多比(ADOBE)	13.7	25.1	23.7
ZENDESK INC	12.7	38.4	39.2
WORKDAY	12.5	32.7	31.7
欧特克(AUTODESK)	10.7	30.8	25.0
赛富时(SALESFORCE)	9.3	23.0	26.0
平均值	13.9	29.4	28.4

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 估值水平基于 2019 年 9 月数据

(3) 金融方面, 电子支付、互联网投融资服务分别对标可比公司, 按收入比例 2019 年估值分别约 23 亿、34 亿。

图表 50. 金融类业务按可比公司对标法估值 (单位: 亿)

公司	2019 年预测收入	市值 (估值)
拉卡拉	60	278
用友网络-支付	5	23
二三四五	39	201
用友网络-互联网投融资	6.5	34

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 可比公司预测按万得一致性数据, 市值日期 2019 年 9 月 20 日

(4) 其他 (中关村银行、友太安、投资公司等): 根据用友财报, 中关村银行净资产 41 亿, 按 1 倍 PB 估值, 且计算用友持股 29.8%, 得到此部分估值约 14 亿; 友太安收购时估值 1 亿; 保守估计这些资产为 15~20 亿估值。

通过以上分析, 可以看到公司云收入估值水平快速消化, 传统软件估值水平基本能保持但仍低于 2001~2018 年整体水平 (见图表 3 和图表 51)。

图表 51. 分部估值中公司估值可快速消化

业务	2019E	估值	2020E	PS/PE	2021E	PS/PE
云 (PS)	收入 17 亿, 14 倍 PS	238	收入 31 亿 (+82%)	7.7X	收入 49 亿 (+58%)	4.9X
软件 (PE)	净利润 7.8 亿, 65 倍 PE	507	同比提升 4.5%	62X	同比提升 3%	60X
综合弹性		—		19.2%		53.2%

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

注: 弹性按 9 月 16 日一周收盘平均值 853 亿的市值基准计算

综合以上, 我们预计公司 2019~2020 年净利润为 8.7 亿、11.0 亿和 15.1 亿, 对应 EPS 为 0.35 元、0.44 元和 0.61 元。按分部估值方法, 估值在未来 2 年能快速消化, 维持买入评级。



风险提示

- 1、行业代表性减弱。**用友作为企业管理软件龙头，在行业内市占率约三成，具备足够的代表性。同时，随着 To B 市场价值被充分认知，互联网巨头等企业着力突破 B 端市场，企业软件在整个软件行业的代表性预计也将增强。因此，用友可以视作中国软件产业的标杆，受益于云化和国产替代趋势。但可能存在竞争格局变化、高端市场开拓不利、占行业收入比例下滑等风险，导致公司的代表性减弱；
- 2、制造业景气度低于预期。**在上文讨论中可以看到公司软件产品受宏观经济影响，下游客户特别是 ERP 等重点渗透的制造业如果增长乏力，对 IT 的投入力度也会降低。若需求压力持续，公司可能出现业绩增长不及预期的风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	6,344	7,703	8,860	10,648	12,996
销售成本	(1,907)	(2,425)	(2,683)	(2,960)	(3,325)
经营费用	(3,838)	(4,462)	(5,075)	(6,096)	(7,408)
息税折旧前利润	599	816	1,102	1,591	2,263
折旧及摊销	(213)	(247)	(291)	(297)	(314)
经营利润(息税前利润)	386	570	811	1,294	1,949
净利息收入/(费用)	(169)	(110)	(66)	(37)	(13)
其他收益/(损失)	469	490	659	485	482
税前利润	686	950	1,404	1,742	2,419
所得税	(126)	(140)	(206)	(256)	(354)
少数股东权益	171	198	329	386	552
净利润	389	612	868	1,100	1,513
核心净利润	391	613	869	1,102	1,514
每股收益(人民币)	0.157	0.246	0.349	0.443	0.608
核心每股收益(人民币)	0.157	0.247	0.350	0.443	0.609
每股股息(人民币)	0.088	0.011	0.106	0.077	0.146
收入增长(%)	24	21	15	20	22
息税前利润增长(%)	(1,542)	48	42	60	51
息税折旧前利润增长(%)	286	36	35	44	42
每股收益增长(%)	16	57	42	27	37
核心每股收益增长(%)	(11)	57	42	27	37

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	686	950	1,404	1,742	2,419
折旧与摊销	213	247	291	297	314
净利息费用	169	110	66	37	13
运营资本变动	12	453	(597)	491	(834)
税金	45	58	(206)	(256)	(354)
其他经营现金流	305	226	(510)	133	(239)
经营活动产生的现金流	1,430	2,043	448	2,444	1,318
购买固定资产净值	87	79	253	216	234
投资减少/增加	(1,362)	90	86	93	90
其他投资现金流	(1,466)	(17)	(507)	(431)	(469)
投资活动产生的现金流	(2,740)	152	(167)	(122)	(145)
净增权益	(219)	(28)	(264)	(192)	(362)
净增债务	1,226	(461)	232	(809)	888
支付股息	219	28	264	192	362
其他融资现金流	(657)	(306)	319	(229)	(375)
融资活动产生的现金流	569	(767)	550	(1,039)	513
现金变动	(741)	1,428	831	1,283	1,686
期初现金	4,546	4,022	5,531	6,361	7,645
公司自由现金流	(1,310)	2,194	280	2,322	1,173
权益自由现金流	85	1,843	578	1,550	2,074

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4,022	5,531	6,361	7,645	9,331
应收帐款	1,856	1,896	2,831	2,602	4,181
库存	32	22	55	20	69
其他流动资产	58	66	79	75	100
流动资产总计	7,279	8,340	10,395	11,289	14,688
固定资产	2,420	2,519	2,558	2,550	2,550
无形资产	838	917	864	798	722
其他长期资产	1,733	1,817	2,317	2,994	3,406
长期资产总计	4,991	5,253	5,739	6,343	6,678
总资产	14,034	15,221	17,230	18,051	21,371
应付帐款	453	456	675	499	852
短期债务	3,450	3,156	3,380	2,908	3,642
其他流动负债	3,022	3,736	3,548	4,063	4,438
流动负债总计	6,925	7,348	7,602	7,470	8,932
长期借款	305	172	337	0	154
其他长期负债	63	49	56	53	54
股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
储备	4,439	4,734	5,338	6,246	7,397
股东权益	6,925	7,220	7,824	8,733	9,883
少数股东权益	892	1,081	1,410	1,796	2,348
总负债及权益	14,034	15,221	17,230	18,051	21,371
每股帐面价值(人民币)	2.79	2.90	3.15	3.51	3.98
每股有形资产(人民币)	2.45	2.54	2.80	3.19	3.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.11)	(0.89)	(1.06)	(1.91)	(2.23)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.4	10.6	12.4	14.9	17.4
息税前利润率(%)	6.1	7.4	9.2	12.2	15.0
税前利润率(%)	10.8	12.3	15.8	16.4	18.6
净利率(%)	6.1	7.9	9.8	10.3	11.6
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	2.3	5.2	12.2	34.7	152.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.4	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	221.4	140.7	99.2	78.3	56.9
核心业务市盈率(倍)	220.4	140.5	99.1	78.2	56.9
市净率(倍)	12.4	11.9	11.0	9.9	8.7
价格/现金流(倍)	60.2	42.2	192.5	35.2	65.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	143.4	102.8	75.7	51.2	35.6
周转率					
存货周转天数	6.4	4.0	5.2	4.6	4.9
应收帐款周转天数	105.8	88.9	97.4	93.1	95.2
应付帐款周转天数	25.6	21.5	23.3	20.1	19.0
回报率					
股息支付率(%)	56.3	4.5	30.4	17.5	23.9
净资产收益率(%)	6.1	8.7	11.5	13.3	16.3
资产收益率(%)	2.4	3.3	4.3	6.3	8.4
已运用资本收益率(%)	0.9	1.3	1.8	2.1	2.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371