

用友网络 VS SAP VS 甲骨文

ERP 软件产业链深度梳理

今天我们要研究的领域，是全球 ToB 软件领域的核心赛道——ERP。

ERP (Enterprise Resource Planning, 企业资源规划软件)，是指结合**信息技术与系统化管理思想**，为企业决策层和成员提供决策手段、提升管理效率的软件平台。

ERP 一般包括财务管理、生产（生产计划、物料需求计划、生产数据管理等）、供应链管理（物料采购、库存、销售管理等）三大核心模块。此外，部分 ERP 产品会将人力资源（HRM）、客户关系（CRM）模块纳入。

对这个领域的两家国产公司，用友网络、金蝶国际，我们之前都做过研究，详见**科技版报告库**。今天，我们再来做对比分析，着重于大企业领域的三大龙头：用友 VS SAP VS Oracle（甲骨文）。

图3 ERP一般包括财务、供应链和生产制造三大核心模块

数据来源：国泰君安证券研究

雪球：钻石研报

图：ERP 三大核心模块

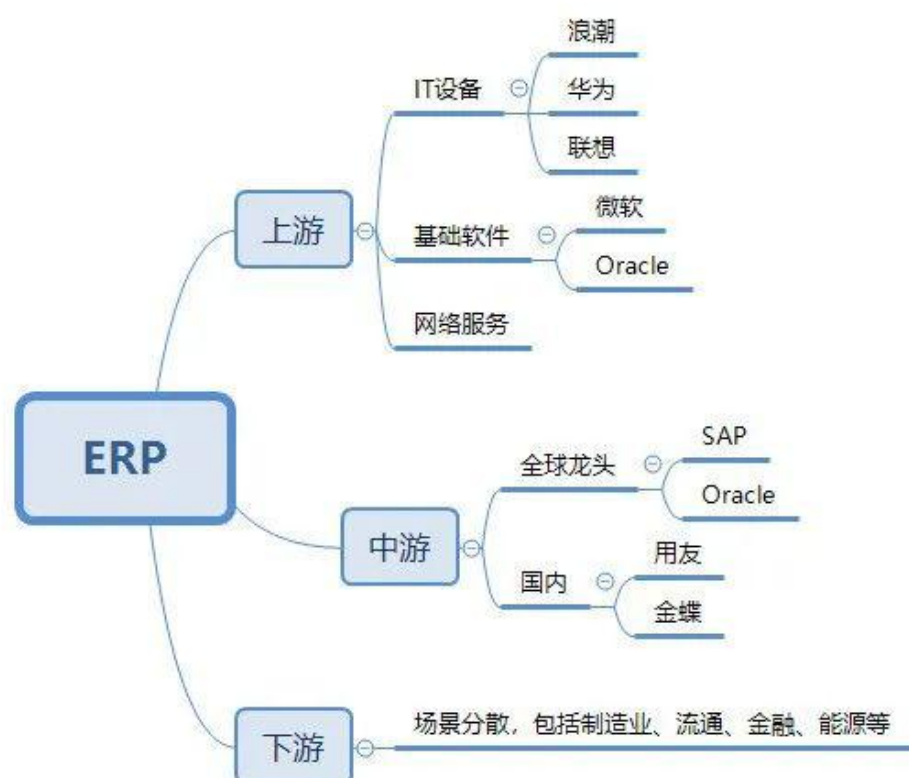
来源：国泰君安证券研究

从产业链看，上中下游为：

上游——IT 设备、基础软件、中间件、网络服务提供商，如 IT 设备厂商联想、浪潮、戴尔、华为，基础软件服务商 **Oracle**（数据库、中间件）、**微软**（操作系统）、**威睿**（虚拟化解决方案）、**IBM**（数据库、中间件）等。上游供给和竞争较为充分。

中游——ERP 服务商的全球龙头主要包括 **SAP**、**Oracle**，国内厂商包括**用友网络**、**金蝶国际**等。

下游——应用领域十分分散，包括政府、企业、金融、能源、化工等众多领域。据沙利文数据显示，截止到 2017 年，在中国的工业制造企业中，对 ERP 软件系统有潜在需求的企业占比达到了 93.8%。



图：ERP 产业链

来源：塔坚研究

需要注意的是，ERP 市场可以分为面向中大型企业的定制化市场、和面向小型企业标准化市场两类：

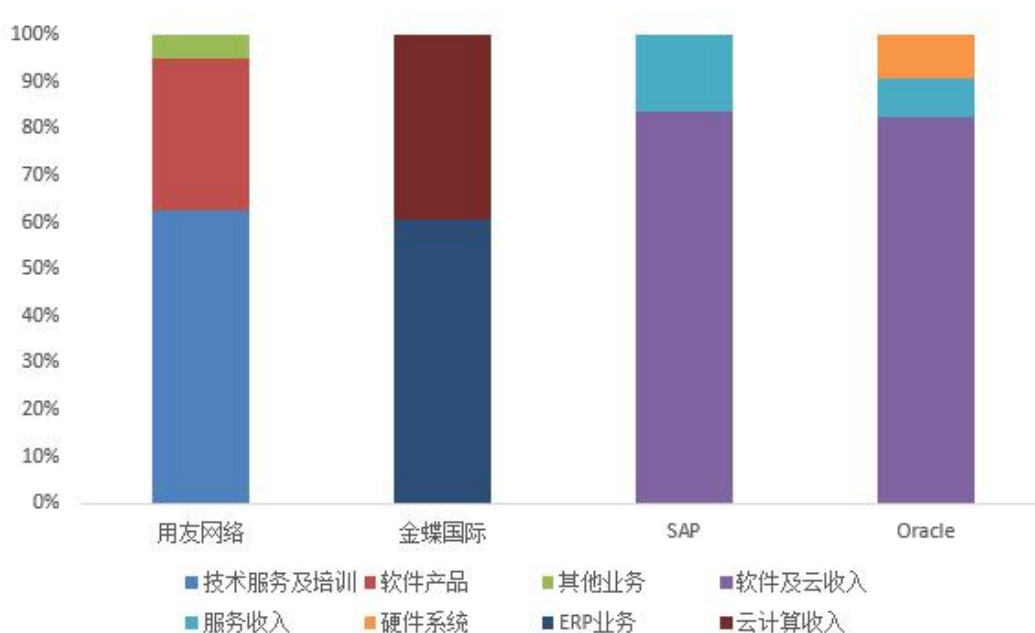
大型定制化市场，特点是：ASP 高，项目重（实施周期长、产品复杂），要求对业务理解要求深（Know How），行业壁垒较高。同时客户粘性也很高。典型的如用友网络。

小型企业标准化市场，特点是：客单价低，轻量化，对业务理解要求浅，壁垒偏低，客户粘性低。典型的如金蝶国际。

二者在云转型的思路和进度不同，前者标准化程度低，云化较慢，核心竞争力在于项目经验和具体业务实施能力；而后者的产品具有标准化和轻量化，云转型迅速，核心竞争力在于获客能力。

对于这条产业链，有几个值得我们深入思考的问题：

- 1) ERP 行业的增长驱动力是什么？这个行业，未来发展的下一代形态是什么？
- 2) 用友网络 VS SAP，其产品核心差异在哪里？



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究

从 2019 年收入结构来看：

用友网络——收入为 85.1 亿元，主要来自技术服务及培训（53.36 亿元，**占比 62.7%**），该业务主要为 ERP 相关产品的实施及技术培训。其次是软件产品（27.5 亿元，占比 32.31%）。

软件产品以 ERP 为主，同时包括了 SCM、PLM、CRM、FR、HR 等领域。包括面向大型客户的 NC（以及升级版本 NC Cloud）、U9、智能工厂（制造现场管理）、HCM（人力）等；面对中型企业的 U8（升级版本 U8 Cloud）、PLM、CRM、服务圈等；面向小型企业的 T 系列（来自子公司畅捷通）。



图：用友网络产品线

来源：年报、中信证券研究所

SAP——收入为 308.68 亿美元（2153 亿元人民币），主要来自软件及云收入（258 亿美元，占比 84%），其云业务收入为 78 亿美元，占总收入比例约为 25%。其次是服务收入（占比 16%）。

产品以 ERP 为主，包括面向大型企业的 S/4 HANA Cloud、面向中小型客户的 SAP Business One，此外还包括收购而来的 SaaS 模块，如 Concur（差旅报销）、Success Factors（人力）、Ariba（采购）、Qua（体验营销）等。

Oracle——收入为 395 亿美元（2726 亿元人民币），主要来自软件收入（2247 亿元人民币，占比 82.43%），其次是服务收入（8.22%）、

硬件收入（9.39%）。需要注意的是，Oracle 收入主体为基础软件（关系型数据库、中间件），应用软件占总收入比例约 35%，除了 ERP 之外，还包括 HRM、CRM、BIM 等部分。

其在 ERP 领域的收入，来源于收购，包括 PeopleSoft（2004）、Siebel（2006）、Netsuite（2016）。

金蝶国际——收入为 33 亿元，主要来自 ERP 业务收入（20 亿元，占比 61%），其次是云收入（13 亿元，占比 39%）。

产品以 ERP 为主，包括面向大型企业的苍穹云、面向中型企业的星空云、面向小微企业的精斗云（财务云）。

综上：

首先，从 ERP 收入体量来看，SAP > Oracle，用友网络 > 金蝶国际。海外龙头厂商收入体量领先于国内企业，SAP 收入体量是用友的 25 倍。

其次，从云化方面看（订阅化收入占比），SAP（25%）和用友（23%）较为接近。金蝶由于中小客户较多，云化比例较高，约 57%（2020H1），Oracle 未披露。

再次，从面向大型企业的 ERP 厂商来看，SAP 技术服务占比较少，主要原因是其大量本地技术咨询和实施工作采取外包的方式完成，比如国内的 IT 服务商汉得信息，其业务中包含部分 SAP 实施服务。相对于 SAP 来说，用友外包服务较少。

(贰)

接下来，我们从 2020 年 3 季报数据，对比一下四家公司的增长情况：

	营业收入 [报告期] 2020 三季 [报表类型] 合并报表 [单位] 亿 元	营业收入 (同比增长 率) [报告期] 2020 三季 [单位] %	净利润 [报告期] 2020 三季 [报表类型] 合并报表 [单位] 亿 元	净利润(同 比增长率) [报告期] 2020 三季 [单位] %	销售毛利 率 [报告期] 2020 三季 [单位] %	销售净利 率 [报告期] 2020 三季 [单位] %
用友网络	46.19	-7.78	-0.27	-105.04	54.51	-0.59
金蝶国际 (2020年6月30日)	14.27	-6.45	-0.32	-304.33	73.85	-16.94
SAP	1582	1.47	259	90.24	69.78	16.91
Oracle (2020年11月30日)	1260	1.78	308	5.51		24.91

图：2020 年 Q3 数据（单位：亿元人民币、%）

来源：塔坚研究

用友网络——2020 年前三季度，实现营业收入 46.19 亿元，同比下
降 7.78%，净利润-0.27 亿元，同比下降 105%。亏损的主要原因，
一是受卫生事件影响订单推迟，二是投资收益下降 2.3 亿元（处置锐

科技股权)。不过，其云业务收入 6.3 亿元，同比增长 102.63%，占总收入比例 11%，意味着云化进展在加速。

金蝶国际——2020 年上半年（港股仅披露中报），实现营业收入 14.27 亿元，同比下降 6.45%，净利润 -0.32 亿元，同比下降 304%。收入及利润下降的原因，除了卫生事件的影响之外，还包括部分 ERP 软件产品停止销售。但其云业务收入同比增长 45.1%，占总收入比例为 57%。

SAP——2020 年前三季度，实现营业收入 1582 亿元人民币，同比增长 1.47%，净利润 259 亿元人民币，同比增长 90.24%。净利增速较高，一方面收益于云业务占比提升它带来的边际费用下降，另一方面来自于财务收入（汇兑收益）。但其云业务收入比例为 483 亿元，同比增长 49%，占总收入比例为 30.5%。

Oracle——2020 年 11 月 30 日（年报披露时间为 5 月，累计 2 季度收入），实现营业收入 1260 亿元人民币，同比增长 1.78%，净利润 308 亿元人民币，同比增长 5.51%。

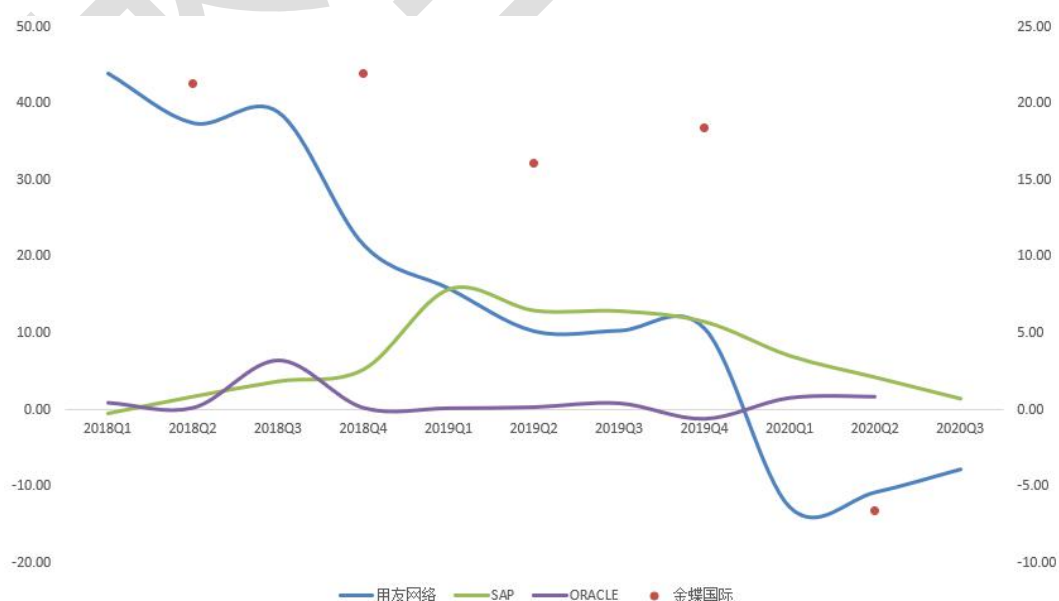
可以看到，不管是国内还是国外 ERP 厂商，结构性的云业务增速都是正增长，将成为未来的核心增长驱动力。

再从季度增速情况看：

用友网络 2018 年以来，收入季度增速呈现不断下降的趋势，从 2018 年 Q1 的 45% 左右，下降至 2019 年的 10% 左右，主要原因是传统软件业务、支付业务（畅捷通）、互联网金融业务（友金所）下滑，拖累整体收入增速。

但注意，用友的云收入 19.7 亿，同比增长 131%，其中，大中型企业云收入 18.2 亿，同比增 124%，小企业云收入 1.46 亿，同比增 289%。可见，其核心业务整体增速很高，处于快速成长期。

而 SAP 进入成熟期，整体增速波动较小，整体在 0%-15% 之间，且增速高于 Oracle（甲骨文收入主要是数据库）。



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

（叁）

看完增长，我们再来看回报对比：

从回报水平（ROE）来看，Oracle > SAP > 用友网络 > 金蝶国际；

Oracle 较高的回报来源于净利率和权益乘数双高。过去五年其净利率维持在 23% 以上，原因是数据库等基础软件利润率较高（2018 年利润较低原因是所得税大幅计提）。而其权益乘数较高，则来源于较高的财务杠杆（长期借款占总资产的比例接近 60%）。

SAP 近三年 ROE 水平较为稳定，在 11%-15% 之间，用友和金蝶的 ROE 水平均 10% 以下（2019 年用友数据异常，原因是投资收益大幅增加了净利润）。

ROE	2017	2018	2019
用友网络	6.74	9.86	17.22
金蝶国际	8.30	8.71	6.51
SAP	15.49	15.02	11.15
ORACLE	7.68	32.83	59.87
ROA	2017	2018	2019
用友网络	5.87	7.22	9.27
金蝶国际	6.90	6.48	5.13
SAP	12.22	12.81	9.28
Oracle	11.06	11.79	12.69
ROIC	2017	2018	2019
用友网络	6.35	8.25	12.00
金蝶国际	6.01	7.42	6.23
SAP	15.49	15.02	11.15
Oracle	3.51	12.03	12.54

图：回报数据（单位：%）

来源：塔坚研究

根据杜邦分析，除了 Oracle 之外，SAP、用友和金蝶的 ROE 的差异主要在净利率上，总资产周转率和权益乘数均相差不大。SAP 的净利率在 15% 左右，而用友和金蝶的净利率水平大致在 9% 和 11.8%（过去五年均值）。

净利率	2017	2018	2019
用友网络	8.83	10.52	15.53
金蝶国际	13.64	14.20	10.73
SAP	17.29	16.55	12.23
ORACLE	9.94	28.44	26.36
总资产周转率	2017	2018	2019
用友网络	0.48	0.53	0.52
金蝶国际	0.37	0.40	0.43
SAP	0.54	0.53	0.49
Oracle	0.29	0.32	0.35
权益乘数	2017	2018	2019
用友网络	2.08	1.99	2.11
金蝶国际	1.68	1.37	1.37
SAP	1.66	1.78	1.95
Oracle	2.97	4.86	9.08

图：杜邦因素拆分（单位：%、次）

来源：塔坚研究

看完增长和回报，接下来，我们来看看 ERP 行业未来增长的驱动力。

（肆）

从全球来看,ERP 诞生于 1960 年代,是制造业管理思想和计算机(信息)技术的组合产品。

ERP 的早期形态——MRP (Material Requirements Planning) 系统，是库存管理思想（订货点法，1940 年代）和计算机技术（1960 年代）的组合，其解决了物料库存管理中“在正确的时间按正确的数量得到所需的物料的难题”。

1980 年代，网络技术的发展让企业内部信息得以充分共享，使得 MRP 系统可以集成采购、库存、生产、销售、财务、工程技术等多环节，逐渐发展出了现代 ERP（企业资源管理）形态。

进入 90 年代，大型跨国企业随着全球化的发展而崛起，对高效管理全产业链资源的需求空前提升，ERP 行业进入高速增长阶段。

可以看出，ERP 的价值，在于提升企业内部生产、管理和供应链协作效率。根据美国生产与库存管理学会的统计，使用 ERP 可以让企业库存下降 30%-50%，延期交货减少 80%，采购提前期缩短 50%，停工待料减少 60%，制造成本降低 12%，管理人员减少 10%，生产能力提高 10%-15%。

90 年代至今，ERP 的发展已经接近 30 年时间，全球和中国 ERP 市场已经分别进入低速增长期、稳定增长期。

根据中金企信国际咨询统计数据，2009-2016 年，全球 ERP 软件市场规模复合年增长率为 3.5%，2017 年，全球 ERP 市场规模为 526 亿美元（约 3419 亿元人民币），同比增长 2.3%。

根据沙利文（Frost Sullivan）数据，国产 ERP 软件行业的市场规模由 2013 年的 149.2 亿元人民币增长至 2017 年的 242.5 亿元人民币，年复合增长率达到 12.9%。

随着中国制造业自动化、信息化的持续深入，以及中国企业对精益制造、柔性生产重视程度的日益提升，ERP 软件的需求也将保持持续增长的趋势，该行业市场规模预计将在 2022 年达到 410.1 亿元人民币，年复合增长率为 14%。

图 2-8 中国 ERP 软件行业市场规模，2013-2022 预测



来源：头豹研究院编辑整理

图：国内 ERP 市场规模预测

来源：头豹研究院

那么，对于一个较为成熟的产业，其未来的增长点在哪里？

无论是 SAP、Oracle，还是用友、金蝶，未来的增长驱动力都是一致的，那就是——云 ERP（技术升级）。

同时，考虑到国内 ERP 市场有国产替代的逻辑，所以，国内 ERP 行业增长公式为：**国产 ERP 行业增长 = (1 + 云渗透率增速%) * (1 + 国产替代增速%) - 1。**

接下来，我们挨个来看：

(伍)

云 ERP，指以云计算开发的 ERP 软件系统，系统部署于云服务器端，用户可通过终端设备接入互联网访问云服务器获得 ERP 应用服务。

符合云 ERP 的严格定义条件，包括：1) 公有云；2) SaaS 模式。而真正符合这两个条件的云 ERP，一定是相对标准化的产品，因此，小微企业更容易云化，而定制化需求更高的大中企业，其云化进度会较慢。表现在业务方面，也是金蝶的云业务占比高，而用友的云业务占

比小（因为大中企业从数据安全的角度考虑，可能会选择私有云或者混合云的模式，同时，ERP 与 CRM 等多个模块耦合，产品逻辑复杂，需要持续打磨）。

尽管有难度，但云 ERP 是 ERP 行业发展的确定性趋势。其必要性表现为：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅科技版报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-科技版报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。