



计算机

2019.09.08

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

计算机

增持

以史为鉴：复盘 Oracle 历史变迁和演进体系

 李沐华（分析师）

010-59312799

limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

本报告导读：

通过复盘 Oracle 的发展历史，我们认为，软件行业建立的优势难以被超越，但大环境的变化为后来者提供弯道超车的可能，云化和国产化是国产软件突破的重要契机摘要：

- **投资建议：**复盘 Oracle，我们发现软件行业一旦建立优势便很难被打败，但当大环境发生改变时，后来者往往有超车的可能。目前云化和国产替代是中国企业弯道超车的大逻辑。我们认为，用友、金蝶在云时代弯道超车的概率较大。并有望通过并购不断地扩大和巩固已经建立的领先地位。推荐标的：用友网络，金蝶国际。
- **软件行业一旦建立优势便很难被打败，但当大环境发生改变时，后来者往往有超车的可能。**三个原因导致领先者不易被超越：1）软件采购人员往往会选择市场上最流行的一款 2）用户之间往往会相互讨论，口口相传往往会放大缺点和优点 3）用户在经过一套软件的培训之后往往不愿意使用另一套软件。互联网浪潮中 Oracle 抓住机会将自己打造为“电子商务领域先锋”，电子商务新业态的一些功能 Oracle 比 SAP 早宣称能实现，在互联网时代占据了一些市场份额。
- **云化和国产替代是中国企业弯道超车的大逻辑。**我们认为，用友、金蝶想要抢占高端 ERP 市场，等待大环境的改变是最佳策略，而目前环境改变主要有两个趋势，一是云化，二是国产化。在云化方面，我们可以看到用友、金蝶都提出了全面转云策略，两家公司的云收入和占比都持续保持在高位。国产化方面，目前政策大力支持，同时用友也针对国产化展开主动的适配。
- **持续在自己擅长的领域发光发热，通过并购扩大领先优势是最优策略。**目前用友和金蝶都有清晰且明确的云战略，全力打磨云化 ERP 产品，并积极开展与阿里云、华为云等的深层次合作。Oracle 在 21 世纪初扩大领先方式主要通过不断收购潜在竞争对手，账上大量现金是收购的保证。在云时代，ERP 的收费模式从 License 转向订阅制，优化了企业的现金流。我们认为，用友、金蝶在云时代弯道超车的概率较大。我们也看到用友的现金流出现边际改善，强大的现金流支撑为公司将来可能的并购，巩固领先地位提供有利的保障。
- **风险提示：**云业务发展不及预期，企业管理软件行业竞争加剧，国产化推进进展不及预期

相关报告

计算机：《智能客服时代已至，得大客户者得天下》

2019.09.06

计算机：《以史为鉴：复盘 SAP 四十七年历史变迁和估值体系》

2019.09.01

计算机：《下一个十年：华为进军智能汽车》

2019.07.21

计算机：《网络安全公司的渠道战争已经打响》

2019.07.21

计算机：《高精度地图，客户渗透率和市占率的双击》

2019.07.20

目 录

1. 核心观点.....	3
2. 一部行业巨头的成长简史.....	4
2.1. 1970-1978: 萌芽初生.....	4
2.2. 1979-1985: 营销天才将公司带入数据库软件市场.....	6
2.3. 1986-1992: 数据库的引领者, 应用程序的旁观者.....	7
2.4. 1993-2000: 应用软件领域全面落后, 乘互联网之风奋起直追.....	9
2.5. 2001-2010: ERP 成功上位, 通过并购完善产品	11
2.6. 2011-2019: 云时代前途未卜.....	13
3. 投资建议.....	15
4. 风险提示.....	15

1. 核心观点

软件行业一旦建立优势便很难被打败。就拿企业管理软件来说，SAP 在推出 R/3 后迅速占领市场，地位难以撼动，直到互联网的出现后 Oracle 才异军突起。Oracle 在 90 年代时做了很多的尝试在应用软件领域追赶 SAP 都是没有成功的。这里面有几个原因，1) 软件本身的价值很难被估量，难以区分价格高低，因此采购人员往往会选择市场上最流行的一款，就算是没有成功那也是厂家的责任而不是采购的责任。2) 用户之间往往会相互讨论软件的使用中遇到的问题，口口相传往往会放大缺点和优点，造成好的越来越好，差的越来越差。3) 用户在经过一套软件的培训之后，往往不愿意使用另一套软件，除非别的软件有什么现在的软件实现不了的功能。

但当大环境发生改变时，后来者往往有超车的可能。90 年代末期互联网时代来临造成了大环境发生改变，电子商务成为当时最火热的概念，Oracle 抓住机会将自己打造为“电子商务领域先锋”，并通过收购竞争对手成功把自己拉回和 SAP 同一量级的水平。SAP 受到威胁的主要原因是没有跟上互联网的步伐，mySAP.com 姗姗来迟说明了他们没有在大环境变化时做好准备，电子商务新业态的一些功能，Oracle 比他们早宣称能实现，因此失掉了一些市场份额。

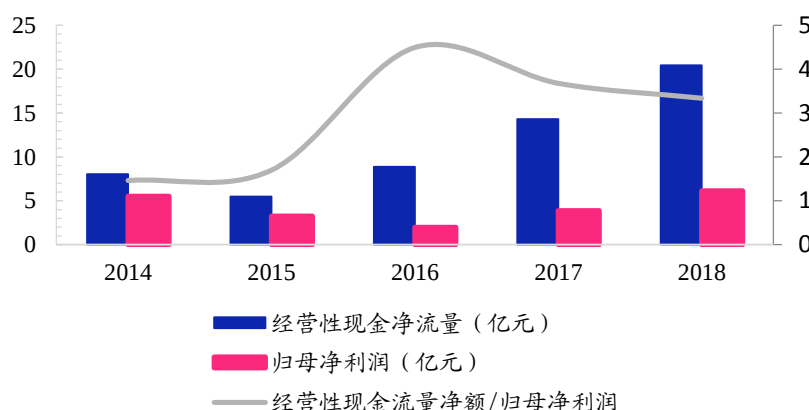
云化和国产替代是中国企业弯道超车的大逻辑。目前我国 ERP 行业用友、金蝶已经占据不小的市场份额，然而高端 ERP 市场还在 SAP、Oracle 手中。我们认为，用友、金蝶想要抢占高端 ERP 市场，等待大环境的改变是最佳策略，而目前环境改变主要有两个趋势，一是云化，二是国产化。在云化方面，我们可以看到用友、金蝶都提出了全面转云策略，两家公司的云收入和占比都持续保持在高位。政策方面，在贸易摩擦的大背景下，政策主导的自主可控迎来历史性机会，用友也在此背景下主动完成对国产操作系统的适配。

要持续在自己擅长的领域发光发热，对于不擅长的领域切勿过度自信。Oracle 在用户的心目中是数据库的代名词，可要说到 IaaS，恐怕人们只会记得 AWS、Azure。云时代的 Oracle 坚持要做全栈赋能者，可是 IaaS 领域最重要的可靠性方面，Oracle 的 IaaS 并没有在用户心中打下烙印。另外，资本开支严重不足也成为其发展 IaaS 的制约因素。对产品的打磨不足以及定位的不清晰让 Oracle 在云时代渐渐迷失，前途未卜。反观国内 ERP 企业，用友和金蝶都清晰且明确的云战略，全力打磨云化 ERP 产品，并积极开展与阿里云、华为云等的深层次合作。我们认为，用友、金蝶在云时代弯道超车的概率较大。

并购是领先的企业扩大领先地位的最好方式，商业模式决定的现金流是并购的力量源泉。Oracle 在 2003-2010 年的高速增长主要是依赖于强势的并购，并且并购耗费了大量的现金。然而公司依然保持现金充足，主要的原因是主业强大且商业模式较好，产品的账期不长。在云时代，ERP 的收费模式从 License 转向订阅制，优化了企业的现金流，我们也看到用友的现金流出现边际改善，强大的现金流支撑为公司将来可能的并购

提供有利的保障，不断地扩大和巩固已经建立的领先地位。

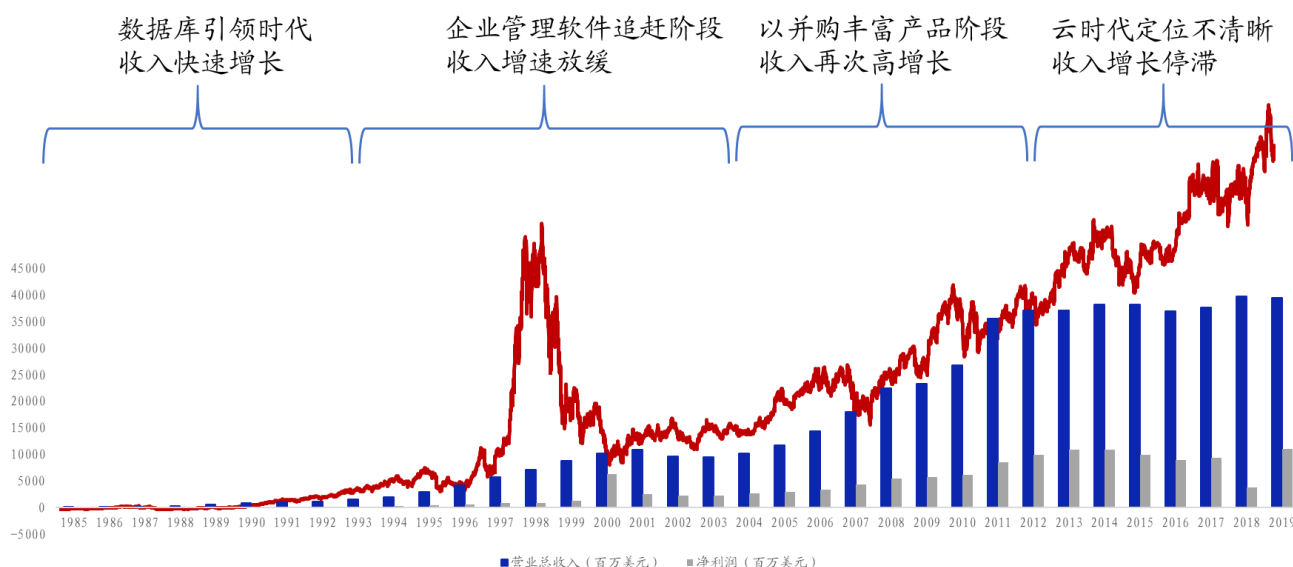
图 1：用友的经营性现金流远高于净利润



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 一部行业巨头的成长简史

图 2：Oracle 主要经历了数据库引领、应用软件落后、互联网时代反超、并购、云时代迷茫几个过程



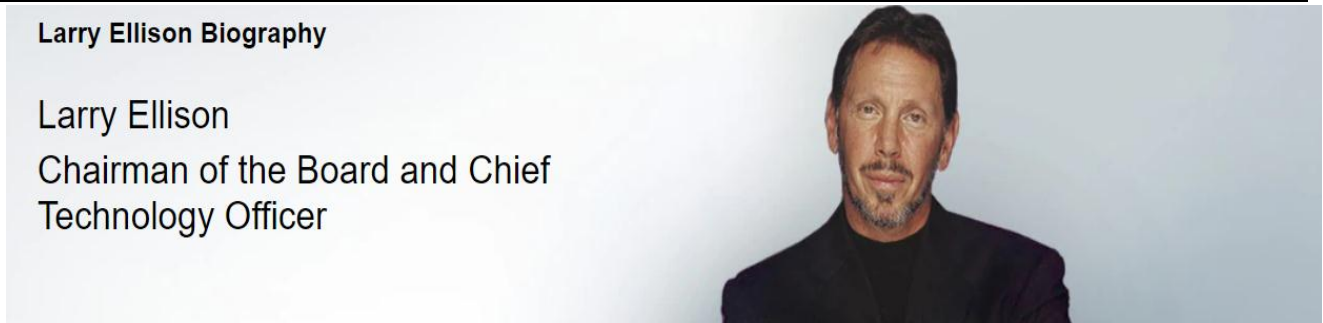
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.1. 1970-1978：萌芽初生

又一位大学辍学的创始人。与微软创始人比尔盖茨一样，甲骨文的创始人拉里·埃里森（Larry Ellison）同样没有完成大学学业。1962 年高中毕业后，他先后就读于伊利诺伊大学、芝加哥大学、西北大学，然而都是在一到两年后离开学校，没有在任何学校完成学业拿到文凭。在大学期间，埃里森已展示出了在编程方面的才能，奈何这个桀骜不驯的“浪子”深爱的是帆船、登山（率队获得了 2010 年的美洲杯帆船赛的冠军）。但这些他深爱的东西暂时无法给自己带来可观的收入，因此他不得不“屈尊”来到硅谷找工作养活自己。埃里森换了十几家公司，每家的时间都不长，一是他无法忍受长时间坐在计算机前编程的类似苦行僧一般

的生活，另外老板们也接受不了他格格不入聳人听闻的高论。埃里森的性格决定了他是一个销售型人才，不是技术型人才，但是正是这种狼性销售带出了一代传奇软件巨头——甲骨文公司（Oracle）。

图 3: Oracle 创始人、董事长、首席技术官——拉里·埃里森



数据来源：甲骨文官网

信息世界刚刚建立，“基建”是主题，软件不被重视。IBM 是上 1970 年代最顶级的 IT 公司，被称为“蓝色巨人”。IBM 在当时也是以销售硬件为主，因为刚刚出现的硬件产品正是企业所急需的。彼时信息时间刚刚建立，整个 IT 行业宛如一个大工地，每家企业的信息化都是从 0 到 1 的飞跃，而且硬件价格昂贵只有大公司才用得起，硬件基础设施的建设是当时的主题。人们的意识还停留在蒸汽机时代设备给生产力带来巨大进步上，没有意识到软件开发的重要性。并且当时计算机还是以大型机为主，软件和主机是互相绑定的，需要在每台电脑上单独开发软件，因此当时独立的软件公司并不多。

关系型数据库打开新世界的大门。记录和保存历史信息对企业来说至关重要，承载这些信息的“容器”我们便可以把它称为数据库。数据库应用中最大的痛点在于如何更加有效的读取、写入、修改和查询。计算机的出现使得数据库电子化成为可能，大量的数据库由打卡机和制表机以及抽屉组成演变为带有数据库管理系统（DBMS）的计算机。

1970 年 IBM 的研究员埃德加·考特（Edgar Codd）发表了《大型数据库数据的关系模型》，奠定了关系型数据库的理论基础。当时，网状数据库和层次数据库是市场主流，关系型数据库虽然在理论上更先进。然而，硬件算力制约了关系型数据库的发展，IBM 在 1973 年就启动了专门研究关系型数据库 System R 项目，但在整整 12 年后的 1985 年才开发出第一版关系型数据库产品 DB2。那时 Oracle 已经占有了很大的市场份额，埃里森在关系型数据库领域抢占了先机。

“神谕 ORACLE”通用软件诞生。埃里森刚开始创建公司只是为了能给自己一个喜欢的工作节奏和环境，于是，1977 年 32 岁的埃里森伙同鲍勃·迈纳尔（Bob Miner）以及艾德·欧特斯（Ed Oates）在硅谷创办了软件开发实验室公司（Software Development Laboratories, SDL）。起初并不知道自己要开发什么，但是厌倦了“卖人头”性质的定制化开发的他们决定开发通用型产品，并将产品锁定在数据库管理软件上。在拜读过考特的论文后，他们决定紧跟 IBM 的步伐，开发可商用的关系型数据库管理系统（RDBMS）。很快产品便开发了出来，埃里森将其命名为 ORACLE（神谕），它来自于中情局一个项目的代码，同时被人认为是先

知，一切智慧的源泉。就这样，1979 年公司更名为关系型软件公司（Relational Software Inc., RSI），第一款产品也随之诞生。

图 4: Oracle 前身 RSI 初代创始人



数据来源：腾讯 注：从左至右分别为艾德·欧特斯（Ed Oates）、布鲁斯·斯科特（Bruce Scott）、鲍勃·迈纳尔（Bob Miner）和拉里·埃里森（Larry Ellison）。

2.2. 1979-1985: 营销天才将公司带入数据库软件市场

2.0 才是第一版，第一个客户是 CIA。1979 年，RSI 第一个产品 Oracle 2.0 诞生，使用 PDP 汇编语言在 PDP-11 上开发完成，占用了机器 128Kb 内存的 100Kb。它是第一款可以商用的关系型数据库管理系统，该版本实现了基本的 SQL 函数子查询、连接以及其他特性。之所以取名叫 V2，是因为作为公司销售负责人的埃里森认为客户大多不愿意购买初代产品，而将名字命名为 Oracle V2 而不是 V1，此举体现出埃里森前瞻的销售技能。不久后，美国中央情报局在 IBM 那没有找到合适产品，转而投向了 RSI，CIA 就成为了 RSI 的第一个客户。

客户需求和硬件隔离共同作用下，Oracle V3 的可移植性正式分离了硬件和软件。彼时硬件为主导的市场背景下，软件一直是作为附属品存在。不同硬件上运行的软件是不能相互兼容的，也就是说一旦硬件厂商推出新产品后，软件开发必须立刻跟上。PDP 是当时主流的计算机，然而 VAX 开始抢占 PDP 的市场份额，迫使 Oracle 要面向 VAX 兼容。另外，RSI 的第一个客户 CIA 购买了多家公司生产的计算机，包括 IBM、PDP、DEC，给 PDP-11 开发的软件无法在另外两家公司的计算机上运行。Oracle 急需新语言编译的可移植版本。创始人之一的迈纳尔承担起了用 C 语言编写 Oracle 的重任，1983 年，Oracle 发布 V3 版本，公司名称也改为 Oracle。新版本的 Oracle 实现了多平台可移植，成功被潜在客户所注意，也使得 Oracle 单独售卖软件的商业模式获得成功，纯软件公司这样的业态得以实现。

图 5: Oracle 第一代数据库运行的计算机 PDP-11



数据来源: Google

图 6: VAX 计算机开始逐步替代 PDP



数据来源: Google

支持 C/S 架构的 Oracle 5 以兼容 SQL 的方式打败竞争对手。第五代的 Oracle 产品可以算是真正意义上的稳定产品，也是第一款支持 C/S 架构的 RDBMS。C/S 架构使得用户可以通过 PC 访问服务器内的数据，在当时属于极为先进的软件架构，分离了用户端和服务端。彼时公司的主要竞争对手是使用 QUEL 查询技术的 Ingres，因此公司转而支持并全面兼容 IBM 的 SQL 查询技术，借 IBM 将 SQL 提交给数据标准委员会的契机打败竞争对手，市场份额得到了极大的提升。

2.3. 1986-1992: 数据库的引领者，应用软件的旁观者

与微软近乎同时成功上市。1986 年 3 月 21 日，公司在纽交所上市，募集资金 3150 万美元，开盘价 15 美元/股，收于 20.75 美元/股，当日涨幅 38.33%，公司市值达到 2.7 亿美元。就在上市后的第二天，微软在纳斯达克挂牌上市，开盘价 21 美元/股，收于 28 美元/股，涨幅 33.33%，总市值 7 亿美元。市值的巨大差距使得微软的远远盖过公司的风头，也在心高气傲的埃里森心里埋下了敌视微软的种子。

埃里森发明的激进销售策略——“软件期货”。软件开发面对的不确定性非常多，成功反而是小概率事件，公司的软件自从面世以来就问题不断，到了第五版稍有改善。然而公司上市后的产品却屡屡被客户投诉，但埃里森则毫不放松的继续鼓吹 Oracle 尚未出现的新功能，他认为“除非向客户撒谎，否则就无法成功”，甚至还出现过在软件交付到期时给客户邮寄空磁盘的操作。埃里森毫不掩饰的将他臆想中的软件功能通过打折、期货的方式出售给客户，但不得不说，最后这些功能在 Oracle 工程师的努力下都奇迹般的实现了。

图 7: Oracle 在分布式关系数据库尚未面世时投放的广告

**Oracle Announces SQL*Star:
The First Distributed Relational DBMS**

In 1979, Oracle Corporation delivered the very first relational DBMS. Oracle also delivered the very first implementation of SQL. Today, Oracle is proud to announce that we have delivered the very first distributed relational DBMS. It's called SQL*Star™ and it's an open-system...the very first.

SQL*Star enables organizations to integrate different computers, different operating systems, different networks—even different brands of DBMSs—into a single unified computing and information resource.

SQL*Star allows users to access data stored in different databases—including our own ORACLE and IBM's DB2 and SQL/DS—located on multiple dissimilar systems as easily as if all the information were stored in the same database on a single computer.

SQL*Star is a location-independent, hardware-independent, network-independent, DBMS-independent open system.

Location independence means users don't need to know where their data is located. Whether it's on one computer or on dozens. On one desktop, in one building or around the world.

Hardware independence means users don't need to know on what kind of hardware or under which operating systems their data resides. On mainframes, minis or micros. Under MVS, VM/CMS, VAX VMS, PC-DOS, UNIX or many others.

Network independence means users don't need to know what networks are used to transmit their data. DECNET, SNA APPC, coax connections, Ethernet/TCP/IP, async or others.

DBMS independence means users don't even need to know what DBMS is providing the data: ORACLE, IBM's DB2 or SQL/DS. And in 1987, even VSAM, IMS and other non-SQL DBMSs.

SQL*Star is an open system, so you needn't be limited by the network and DBMS interfaces provided by Oracle. Our SQL*Star Toolkits allow you to develop your own custom interfaces to networks or DBMSs. And our national consulting organization is ready to assist you with those specialized interfaces.

Best of all, you don't have to wait for SQL*Star to become a reality. It's here. Mainframes, minis, micros. On VAX/VMS, VM/CMS, MVS, PC-DOS, UNIX, DECNET, SNA, coax, async. ORACLE, DB2, SQL/DS. Which is why you should call today, to enroll in the next free ORACLE seminar in your area.

Call 1-800-345-DBMS. Today.

ORACLE®
Compatibility • Portability • Connectivity
20 Davis Drive, Belmont, CA 94002

© 1987 ORACLE® Oracle Corporation. The companies mentioned above own numerous registered trademarks. TRBA

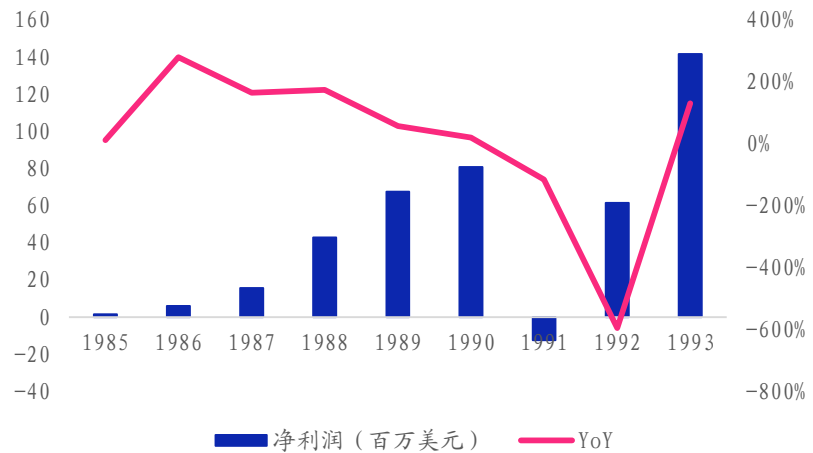
数据来源: Google

1987 年开始尝试应用软件领域，最终被自己打败。公司当时的欧洲区负责人出于自己兴趣，基于 Oracle 数据库开发了一套辅助财务会计的软件，首先在自己内部进行应用。公司也在 1987 年建立了应用程序部门，将这套辅助财务会计软件销售给客户。1998 年推出了第一款被称为“会计系统”的类 ERP 系统，初代的软件仅有总账一个模块，这也是为什么总账在 Oracle 中的应用 id 是 101。然而，内部混乱的财务管理和错误的人事任命葬送了本就在襁褓中的应用软件。

销售“软件期货”的代价。因为埃里森为客户许下的大多承诺都未按期实现，Oracle 的口碑在 90 年代初期越来越差，而埃里森的提前销售软件的模式也在 1990 年彻底爆发。一直保持收入高增长的公司，在 1990 年 3 月底公布季报时，有 1500 万美元的销售收入不受审计人员认可，当季公司收入录得零增长，股价当天下跌 31%。审计师不认可的原因是他们认为公司发出的都是“试用版本”，并不能像正式交付产品一样确认销售收入，而埃里森则认为是应用了不成熟的财务系统造成的会计错误。随后的半年时间公司形象一落千丈，公司股价最高回撤超过 80%。1990 年 9 月，FY1991 公司首次出现季报亏损。埃里森在此时及时改变了策略，将公司的目标重心从市场份额拓展和销售收入增长转移到盈利能力和产品质量上来，满足客户对于数据库管理软件的需求。埃里森同时解雇了负责财务软件开发的公司 CFO 杰夫·沃克，应用软件的发展暂时停

滞。

图 8: FY1991 公司出现首次也是目前唯一一次亏损



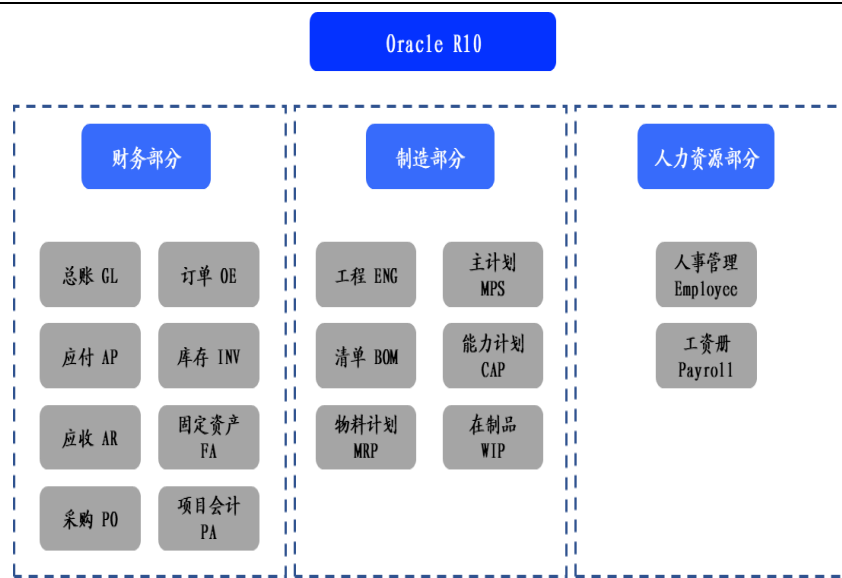
数据来源：公司年报

ORACLE 7.0 横空出世，拯救公司于水火，发布应用产品 R9。1992 年，Oracle 7.0 终于在听取了多方客户意见以及大量细致测试后登场。该版本增强了分布事务处理能力，增加了一些新功能，比如储存、出发过程以及说明引用完整性，使得该版本具有可编程能力。第七版是 Oracle 最出色的产品，通过这个产品击退了当时的对手 Sybase，公司的销售收入也在 1992 年之后重回高增长。摆脱财务困境的同年公司发布应用产品 R9，软件组合包含财务会计、生产制造、人力资源等模块。ERP 领域公司仍是小试牛刀，客户也仅仅是一些本土的美国企业，主要收入仍然来自于数据库软件销售。埃里森也在当时说过“我从未关注过应用软件领域的事情，可以说我是个对此漠不关心的旁观者”

2.4. 1993-2000: 应用软件领域全面落后，乘互联网之风奋起直追

SAP R/3 的问世给 Oracle 敲响警钟，应用软件领域全面落后。当 Oracle 反应过来自己在应用领域场景已经全面落后时，大西洋彼岸的 SAP 靠着 C/S 架构的 R/3 取得了空前的成功。世界 500 强企业中的 80% 都是用的 SAP 管理软件，甚至于曾经有一段时间 Oracle 也是用的 SAP 管理软件。埃里森也谦虚的承认应用软件领域应该像 SAP 学习。于是在 1993 年，Oracle 决定重写过去产品以适应 C/S 架构，发布产品 R10，包括财务、制造、人力资源三大部分。尽管尚无法与 SAP 抗衡，但至少产品规划和设计已经有了完整的框架。

图 9: Oracle R10 的主要模块



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

互联网来临 Oracle 奋起直追，SAP 感受到威胁。 90 年代中期，SAP R/3 软件销售也带火了底层 Oracle 数据库的销售，两家公司产品貌似互补，实则 Oracle 已在应用软件领域悄悄追赶。而在此时，互联网时代悄然来临。虽然 Oracle 在埃里森的领导下，为了打败微软走了一段发展网络计算机 (Network Computer) 的弯路。然而 1997 年发布的 Oracle R10.7NCA (Network change architecture) 已经是互联网的架构，套件已经包含大约 35 个应用模块，相较于原先的十几个模块有了极大地丰富。SAP 也在华为、美的、中兴项目上输给 Oracle 后开始意识到威胁，并向其客户主要推荐 IBM 的数据库产品而非 Oracle。但姗姗来迟的 mySAP.com 注定了 SAP 在互联网时代相较于 Oracle 是落后者。1998 年 Oracle R11 面世，ERP 中的在线商务应用和移动商务应用得以实现 (ASP、移动 ERP 前身)。1999 年，Oracle R11i 发布，“i”代表互联网，成功将自己打造成电子商务领域的领头羊，成功借助互联网在企业应用领域弯道超车。

“蓝色巨人” IBM 退出企业应用市场。 IBM 曾经在 12 年间为应用软件行业陆续投入了 200 多亿美元的资金，甚至希望收购 SAP 来统治应用软件市场。事与愿违，尽管 IBM 投入大量的资金，企业应用软件的项目回报率仍旧常年为负。既没有明确自身的定位，又没有赶上互联网的浪潮，1999 年 12 月，IBM 将其企业应用软件部门卖出，从此不再觊觎此行业。

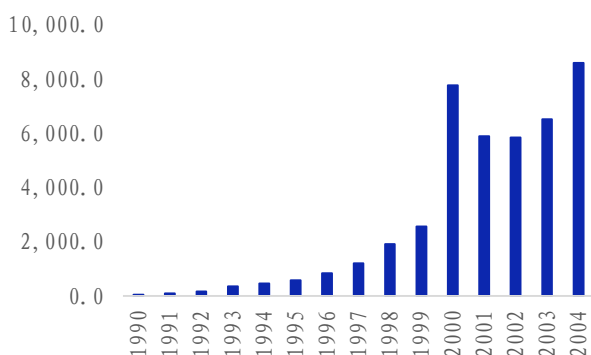
除应用软件外，数据库也借助互联网进一步发力，成为当之无愧的行业龙头。 1998 年 9 月，公司正式发布 Oracle 8i。这一版本中除了和 Oracle 8 一样支持面向对象的开发以外，还添加了大量为支持 Internet 而设计的特性。这一版本为数据库用户提供了全方位的 Java 支持，成为第一个完全整合了本地 Java 运行时环境的数据库，用 Java 就可以编写 Oracle 的存储过程。随后几年公司陆续发布了 Oracle 8i 的几个版本，并逐渐添加了一些面向网络应用的新特性。Oracle 的产品不断的进行迭代演进，成为当之无愧的数据库行业龙头。销售收入的快速增长为企业积累了巨大的财富，使得在后续的收购中子弹足够充足。

2.5. 2001-2010: ERP 成功上位，通过并购完善产品

纯 B/S 架构的 Oracle R11iEBS 发布，早期产品的问题并没有影响市场地位。完全的 B/S 架构和互联网应用虽然是“互联网泡沫”时代下诞生的产物，但 B/S 架构至今几乎成为了行业的标准。到了 2001 年浪潮退去时，财富 100 家的企业中已经有 65 家在运行 R11i EBS 了，Oracle 成功抢占了市场先机，但问题也接踵而至。就像 90 年代初期的数据库产品一样，除了埃里森一贯的吹嘘导致客户的期望和产品出现极大的落差外，早期的 Oracle ERP 产品本身也出现各种各样的问题。但是客户并没有因此而放弃 Oracle，虽然有抱怨，但是还是一次一次的给机会。因为在此时，市场上并没有什么产品理念比 Oracle 更先进，而企业内软件的采购者们，也倾向于购买市场上最流行的软件。

行业第二吃掉行业第三，疯狂并购正式启动。经过多年在数据库领域和应用软件领域的积累，Oracle 的账上现金及等价物在 2004 年达到 85.87 亿美元，手握现金虎视眈眈的盯着其他的竞争对手。当时 Oracle 在 ERP 领域的市场份额排名第二，排名第三的是 Peoplesoft。与 Peoplesoft 在争抢收购 JDE 公司时，Oracle 狮子大开口，以 103 亿美金将 Peoplesoft 与 JDE 一起纳入囊中，Oracle 在企业管理软件领域的份额大大提升。

图 10: 2004 年以前 Oracle 积累足够的现金进行收购（Oracle 账面现金及等价物，百万美元）



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

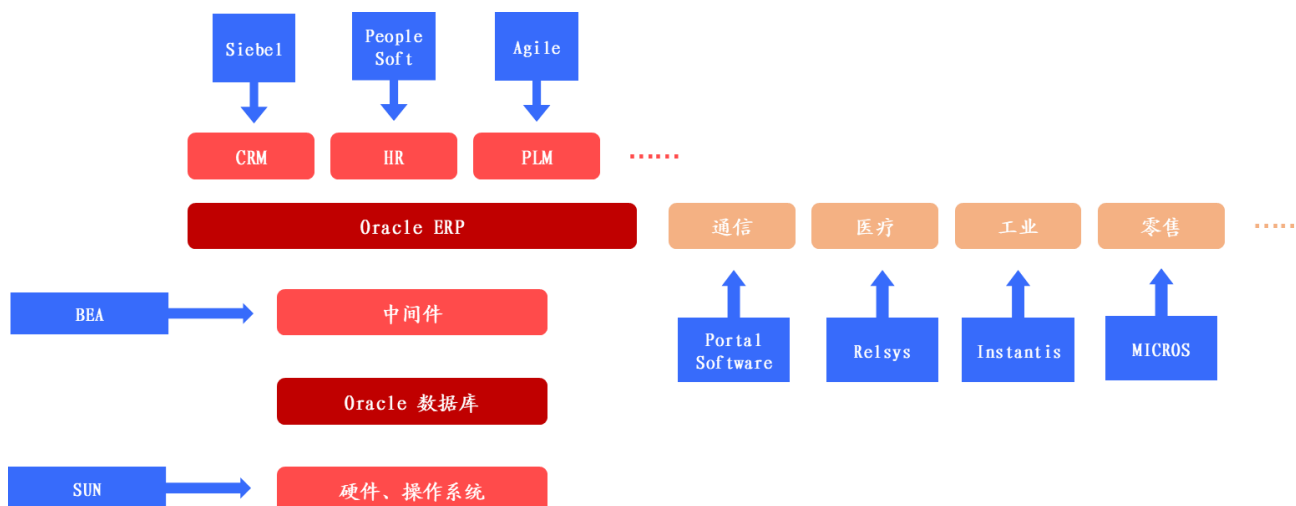
图 11: 2001-2002 年 ERP 领域 Oracle 和 PeopleSoft 分列二三位

Worldwide ERP Software Application License Market Share, 2001 and 2002 (Percent)		
Vendor	2001	2002
SAP AG	24.7	25.1
Oracle	7.9	7.0
PeopleSoft	7.6	6.5
SAGE	4.6	5.4
Microsoft Business Solutions	4.6	4.9
Source: Gartner Dataquest (June 2003)		

数据来源: Gartner

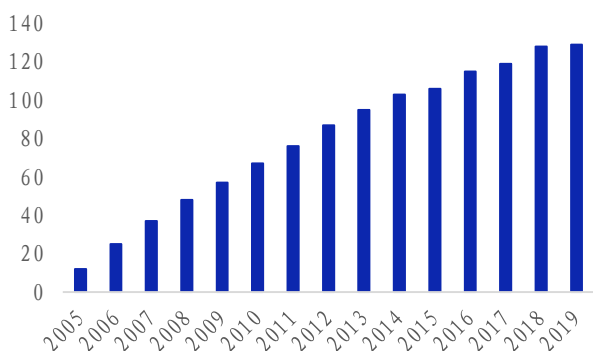
细分领域行业龙头一个一个被吃掉，形成 IT 全领域、全行业的解决方案。在完成对 PeopleSoft 的收购后，Oracle 的并购之路并没有停止。2005 年以 58.5 亿美元收购 CRM 领域的龙头 Sieble，2007 年收购绩效管理软件 Hyperion，PLM 软件 Agile。2008 年收购中间件龙头 BEA，2009 年收购太阳公司（SUN）。到 2007 年 EBS 12 发布时，Oracle 的产品已经包含了高度集成的 300 多个模块，几乎覆盖制造业、商业、金融、政府、公用事业等各个行业的全部应用。从硬件到操作系统、数据库、中间件、应用软件，Oracle 从数据库出发，横向纵向两个维度打造出一个自上而下的覆盖全行业的 IT 解决方案闭环。

图 12: Oracle 通过收购切入新的领域和行业、丰富产品模块



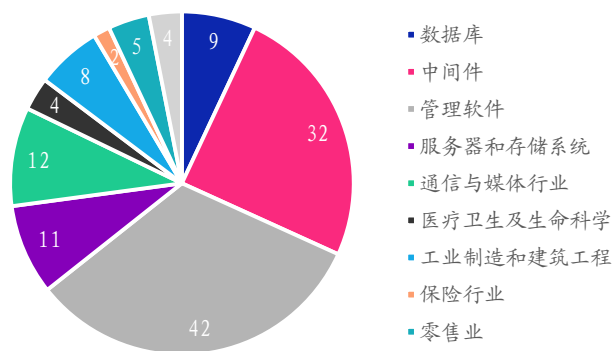
数据来源: Oracle 官网, 国泰君安证券研究

图 13: 被 Oracle 收购的企业累计数量逐年增长



数据来源: Oracle 官网, 国泰君安证券研究 单位: 企业个数

图 14: Oracle 收购目的是完善产品模块, 扩充行业应用



数据来源: Oracle 官网, 国泰君安证券研究

EBS 12 宣告 ERP 时代的完善和结束, 云时代开启在即。EBS12 是 Oracle 最完善的一个版本, 也是 E-Business Suite 最后的一个版本。在该版本后, Oracle 宣布按照云的架构重新修改 ERP 套件, 软件全面云化的时代即将开启。

图 15: EBS 12 是最完善的版本, 也是最后一个版本



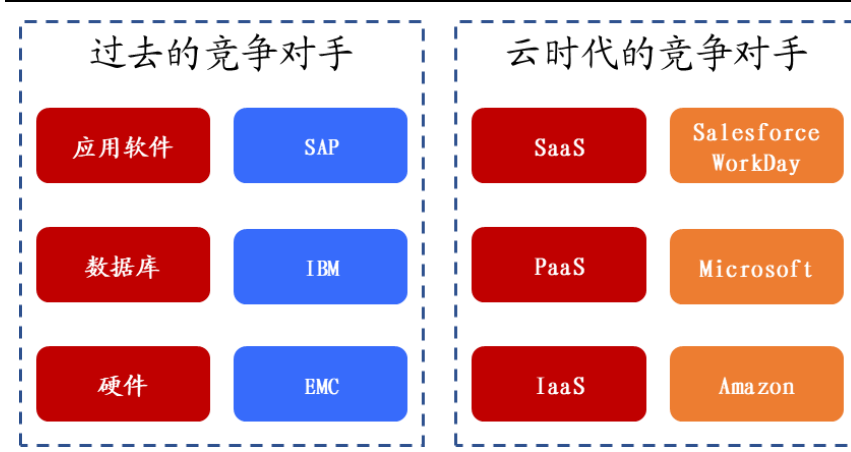
数据来源: Google

2.6. 2011-2019：云时代前途未卜

云服务的思想在 2004 年已形成。2004 年 Oracle 推出 On Demand Business 服务，即是现在所说的 SaaS。2008 年开始提供 Sieble CRM 的 On Demand 服务。On Demand 服务可分为 Oracle On Demand, CRM On Demand 以及 Advanced Customer Services。Oracle On Demand 为通过互联网部署数据库、中间件和应用软件的客户提供软件和硬件管理以及维护服务，客户可以选择部署在 Oracle 的数据中心，或者实施伙伴的数据中心。CRM On Demand 通过基于 Oracle 管理的网络和服务器为用户提供 CRM 软件服务。Advanced Customer Services 提供包括解决方案支持中心、技术账户管理、专家服务、配置和性能分析、个性化支持以及年度现场服务在内的高阶客户服务。On Demand 在当时已经开始贡献收入，2006、2007、2008 财年 Oracle 3% 的收入来源于 On Demand。

要做云领域的“全栈开发”，竞争对手全面轮换。在 2015 年 Oracle OpenWorld 主旨演讲上，埃里森发布了 Oracle 一系列的产品更新，几乎重写了现有的所有软件以适应云架构，更是提出要在云领域做“全栈型”选手，IaaS、PaaS、SaaS 都要覆盖。在收购太阳公司之后，Oracle 已经打通从硬件到数据库一直到最上层应用软件，分别对应 EMC、IBM、SAP 三个竞争对手。然而在云时代，他的竞争对手已便成为亚马逊、微软、Salesforce、WorkDay。或许是埃里森的过分自信，导致没有主攻方向的 Oracle 失去了在云时代的竞争优势。

图 16：云时代 Oracle 宣布竞争对手全面替换



数据来源：Oracle OpenWorld 2015，国泰君安证券研究

战略错误、资本不足导致云时代收入不及预期。在收购太阳公司后，Oracle 已经形成了从最底层的硬件到顶层应用软件的业务全覆盖，云时代的 Oracle 在埃里森的带领下更是坚持要做全栈赋能者。尤其是进入 IaaS 领域，在用户最看重的可靠性方面，Oracle 的 IaaS 并没有在用户心中打下烙印。作为公司前二把手的托马斯·库里安（Thomas Kurian）曾经向埃里森建议将 Oracle 的数据库部署在 AWS 或者 Azure 上，遭到拒绝。埃里森自信的试图将 Oracle 在公有云 IaaS 领域的影响力与自治云数据库联系起来，并作为影响企业客户未来选择的决定性因素。然而事与愿违，Oracle 的定位不清晰导致在云领域节节败退，Gartner 的魔力象限上，反倒是被埃里森瞧不起的 AWS、Azure 遥遥领先。作为 Oracle 一

号产品经理的库里安,也在2018年提出辞职,加盟谷歌担任谷歌云 CEO。

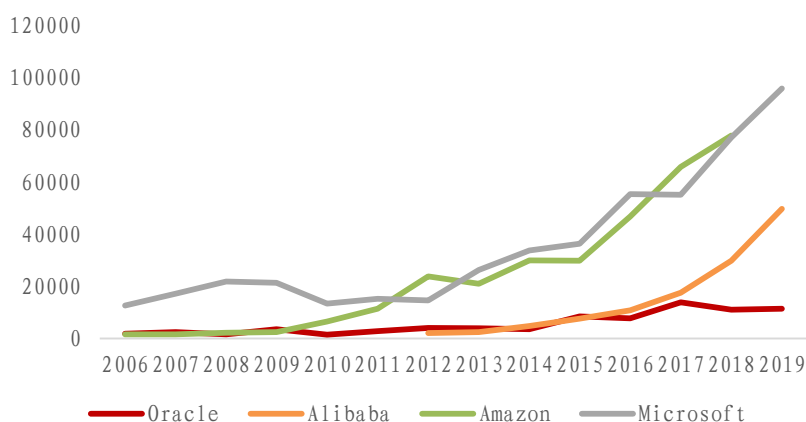
图 17: Gartner 的 IaaS 魔力象限上 Oracle 已落后



数据来源: Gartner

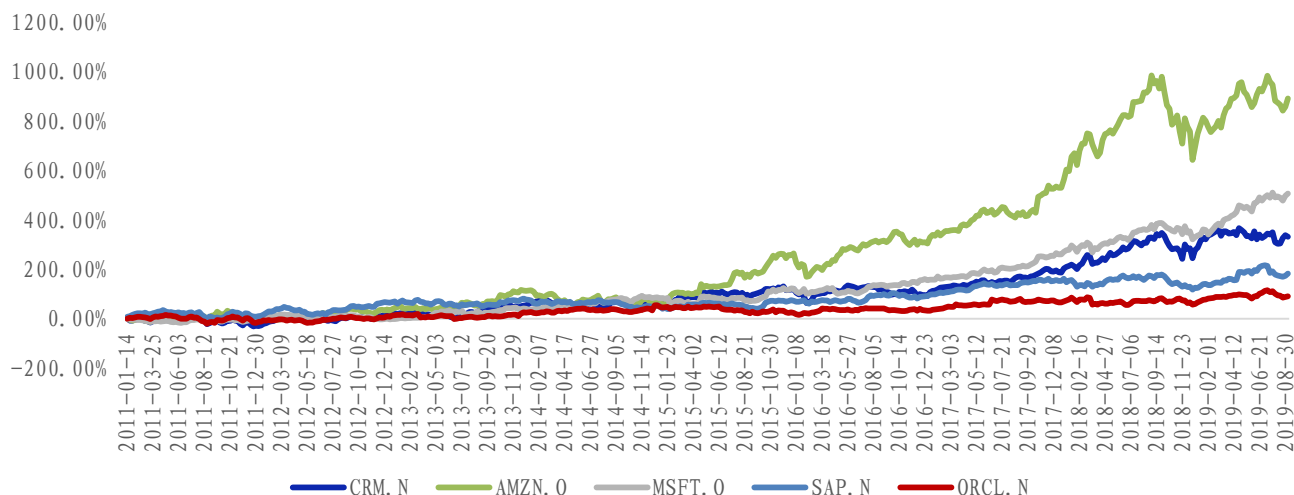
从2018年6月起, Oracle就改变了报告其季度财务业绩的方式, 将其云计算业务与其许可支持业务放在一起, 无法单独拆分云计算业务情况, 这样的粉饰让人感到其云计算业务不容乐观。另外, 资本开支不足导致 Oracle 无法在 IaaS 与其他对手竞争, 主要是 Oracle 没有像微软、亚马逊甚至阿里那样有强大的现金奶牛业务支撑, 原有的现金奶牛数据库业务, 也在开源数据库崛起后逐渐失去绝对统治地位。

图 18: 相比其他 IaaS 供应商 Oracle 的资本开支严重不足



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 单位: (百万元人民币)

图 19: Oracle 的股价也反映出了投资者对于他及其竞争对手的态度



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 投资建议

复盘 Oracle, 我们发现软件行业一旦建立优势便很难被打败, 但当大环境发生改变时, 后来者往往有超车的可能。目前云化和国产替代是中国企业弯道超车的大逻辑。用友和金蝶都清晰且明确的云战略, 全力打磨云化 ERP 产品, 并积极开展与阿里云、华为云等的深层次合作。我们认为, 用友、金蝶在云时代弯道超车的概率较大。另外我们也看到用友的现金流出现边际改善, 强大的现金流支撑为公司将来可能的并购提供有利的保障, 不断地扩大和巩固已经建立的领先地位。推荐标的: 用友网络, 金蝶国际。

表 1: 重点推荐上市公司估值表

证券简称	股价 (2019/9/7)	EPS			PE			评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
用友网络 (600588.SH)	34.29	0.35	0.38	0.48	97.97	90.24	71.44	增持
金蝶国际 (0268.HK)	8.27	0.15	0.20	0.27	49.62	37.22	27.57	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 金蝶国际股价为港元, EPS 为人民币

4. 风险提示

1) 云业务发展不及预期

公司云服务处于高速增长中, 未来存在增速放缓的风险, 市场已给予较高预期, 增速放缓可能带来股价的较大回撤。

2) 企业管理软件行业竞争加剧

中国 ERP 市场存在 SAP、Oracle 这类发展时间较长, 产品功能强大的海外厂商, 也有鼎捷、远光等本土厂商, 存在竞争加剧的风险。

3) 国产化推进进展不及预期

国产化的推进主要靠政策驱动，如果政策出台的时间进度低于预期，则存在本土厂商难以弯道超车的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		