证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

用友网络（600588） 买入

重大事件快评 （维持评级）

2019 年 06 月 24 日

工业互联网龙头再获肯定，国产 ERP 替代加速

证券分析师： 熊莉 xiongli1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002
证券分析师： 于威业 0755-22940920 yuweiye@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

事项：

据证券时报报道，用友网络透露，近日，由工信部发起，信通院牵头成立的 5G 应用产业方阵在中国信通院召开第一届理事会。用友网络与中国电信集团有限公司、华为技术有限公司、中兴通讯股份有限公司、小米通讯技术有限公司、中国银联股份有限公司等企业共同成为 5G 应用产业方阵的理事单位。此外，根据公众号“人称 T 客”报道，华为与用友网络近来互动频繁，华为 ERP 团队近日造访用友网络。

国信计算机观点：用友网络是工业互联网龙头企业，用友精智工业互联网平台全国化布局规模初现。本次成为 5G 应用产业方阵理事单位，工业互联网行业地位彰显，有利于业务全国化拓展。此外，中美贸易摩擦由经贸领域向科技领域延伸，安全可控是我国的必由之路。外部环境变化缩短我国国产替代的缓冲期，更加坚定我国发展安全可控的决心，利好全产业链发展。国产 ERP 替代进程有望加快，推算打开高端 ERP 市场国产化空间达 150-200 亿元/年。公司深耕 ERP 市场 30 年，国内市占率接近 40%，份额遥遥领先。公司目前深入参与部分国产替代项目，未来模式有望开始复制。**预计 19-21 年归母净利润 8.43/10.90/13.62 亿，对应 EPS 为 0.34/0.44/0.55 元，对应 PE 为 62/48/38 倍，维持“买入”评级。**

评论：

■ **公司工业互联网行业地位领先，5G 是工业互联网的关键基础设施**

2019 年的《政府工作报告》再次强调了工业互联网的重要性以及工信部持续印发相关文件。根据工信部《推动企业上云实施指南(2018-2020 年)》，到 2020 年全国要新增上云企业 100 万家。信息通信企业、工业制造企业、互联网及软件企业等各方加快布局工业互联网平台。

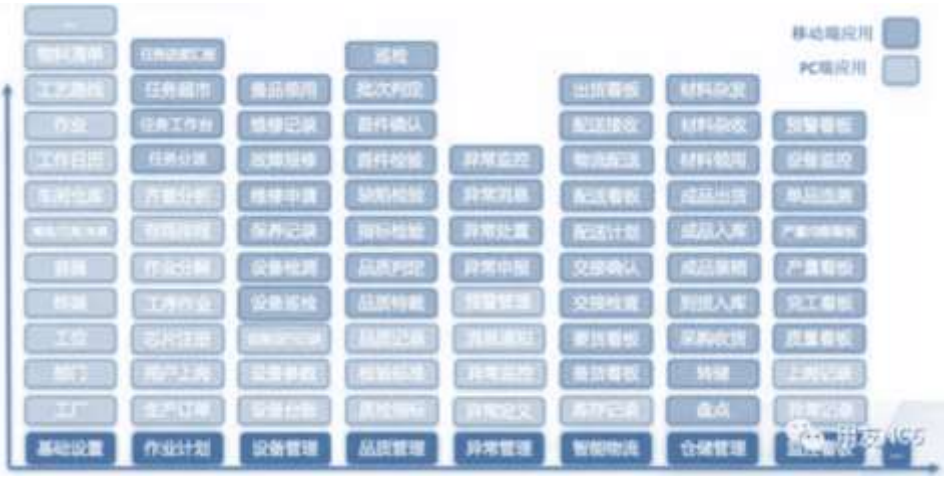
5G 构建起万物互联的核心基础能力，是工业互联网的关键基础设施。5G 低时延技术，在以太网里做了关键改造，保证端到端的时延。5G 网络切片，面向不同的工业应用场景，能够保证在不同业务运营场景中达到相应的指标。5G 边缘计算加速工业 IT 及 OT 网络融合，通过边缘数据处理、跟踪及聚合能力的增强，提升工业互联网业务的高可靠、低时延等性能指标，提供更好的安全和用户隐私，优化资源共享和用户体验。

图 1：5G 将成为工业互联网业务重要支撑

资料来源：电子发烧友、国信证券经济研究所整理

用友网络是工业互联网龙头企业，全国化布局规模初现。公司 2017 年推出用友智能工厂解决方案 2.0，借助移动互联网、工业物联网、大数据、云计算、人工智能等先进技术，重点实现工厂建模、业务建模、智能排程、智能调度、智能物流、智能采集、品质管理、设备管理、能源管理、智能监控与分析等功能，赋能工业企业，让工厂管理更智能；并实现了与 NC、U9 等用友 ERP 产品全面集成、互联互通。

图 2：用友智能工厂 2.0 版应用



资料来源：用友网络公众号、国信证券经济研究所整理

公司在智能工厂解决方案的基础上，推出用友精智工业互联网平台。该平台是用友云在工业企业的全面应用，面向工业企业的社会化智能云平台。精智平台基于强大的中台能力，构建企业与社会资源之间的全要素、全产业链、全价值链连接，提供社会级交易服务、协同服务、金融服务、及云化管理服务，以开放的生态体系，帮助工业企业实现数字化转型，促进生产方式乃至商业模式的变革，实现智能化生产、个性化定制、网络化协同、服务化延伸和数字化管理等诸多新模式，推动软硬件资源、制造资源、工业技术知识的开放、共享，促进产品质量、生产效率、经济效益与生产力的跃升。

图 3：用友精智工业互联网平台整体架构

资料来源：用友网络官网、国信证券经济研究所整理

用友网络持续加强基于精智工业云的云服务产品开发及业务推广，与各地政府合作，积极推动和支撑工业企业上云。公司在 2017 年，用友已经陆续与 江西、浙江、湖北、上海等政府、经信委签署战略合作协议，基于用友工业互联网平台推动和支撑各省市的工业企业上云；2018 年参与建设 7 个地方政府主导的工业互联网平台，入围 18 个省级“工业互联网及企业上云”服务商资源池计划。精智云平台入驻开发者 2.6 万名、上架工业 APP 近 2000 个、链接设备 57 万套、服务大中型企业客户超过 1000 家。

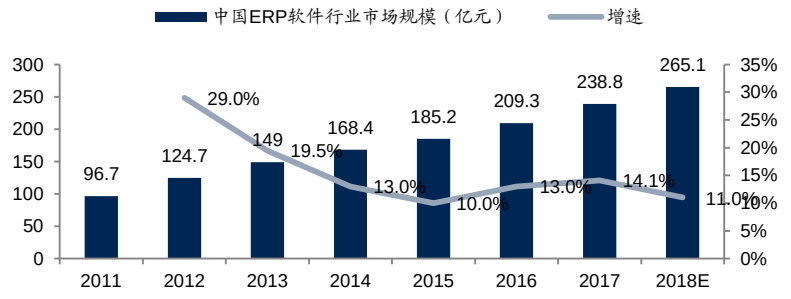
用友精智工业互联网平台入选工信部“工业互联网试验测试平台”（国家级双跨平台）。公司负责搭建的贵州工业云（用友）平台，被评为贵州省 2018 年工业互联网优秀项目。公司与中国信息通信研究院战略签约，深入推动工业互联网落地和企业上云行动。2018 年，公司围绕精智工业互联网平台、智能制造服务领域，在多地密集开展了“工业互联，智造未来，用友精智工业互联网高峰论坛”等大型市场活动。

成为 5G 应用产业方阵理事单位，工业互联网行业地位彰显。据证券时报报道，用友网络透露，近日，由工信部发起，信通院牵头成立的 5G 应用产业方阵在中国信通院召开第一届理事会。用友网络与中国电信集团有限公司、华为技术有限公司、中兴通讯股份有限公司、小米通讯技术有限公司、中国银联股份有限公司等企业共同成为 5G 应用产业方阵的理事单位。

■ 公司 ERP 市场份额占据主导，高端市场份额有望受益于国产化进程而快速提高

2011 年起，ERP 的市场规模增速一度放缓，但随着我国经济转型的开始，2017 年 ERP 市场规模增速再度提高，到 14.1%。

图 4：2011-2018 年中国 ERP 软件市场规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中国 ERP 软件行业参与者主要分为跨国 ERP 巨头、民族 ERP 软件领导层、国内 ERP 中产阶层、国内中小型 ERP 软件厂商四个层次，主要企业有 SAP、Oracle、IBM、用友网络、金蝶国际、浪潮通软、新中大、金算盘、佳软、金航数码、英克等企业。

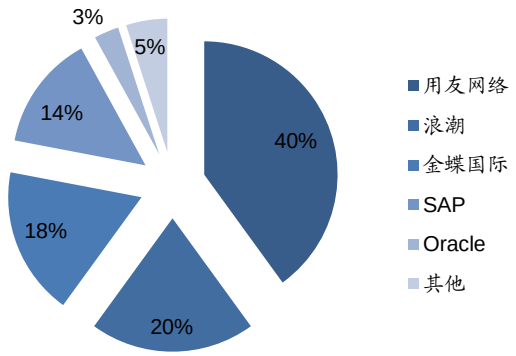
表 1：中国市场主要的 ERP 厂商

厂商层次	企业
跨国 ERP 巨头	SAP、Oracle、IBM
民族 ERP 软件领导阶层	用友网络、金蝶国际
国产 ERP 第二梯队	浪潮通软、新中大、金算盘
国产中小型 ERP 厂商	佳软、英克、金航数码

资料来源:前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

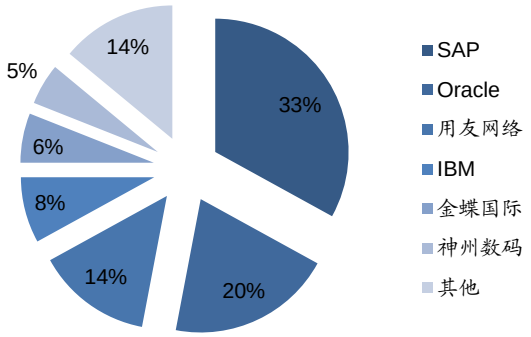
ERP 系统由于覆盖链条长，涉及部门多，同时，企业灌流需要有较长一段时间的积累，因此该业务具有很强的行业壁垒。国内 ERP 市场，用友软件、浪潮、金蝶国际分别以 40%、20%和 18%的市场占有率占据前三的位置，国外企业 SAP 和 Oracle 的总市场份额仅为 17%，不及前三的企业。但在高端 ERP 市场，跨国 ERP 巨头的市占率领先。

图 5：2017 年国内整体 ERP 市场格局



资料来源：前瞻经济研究院，国信证券经济研究所整理

图 6：2017 年国内高端 ERP 市场格局



资料来源：前瞻经济研究院，国信证券经济研究所整理

SAP、Oracle 产品在高端市场尤其是大型制造业优势明显。虽然经过多年发展，但国产 ERP 软件仍与 SAP、Oracle 等国外 ERP 软件存在一定的差距。从设计思路上，国内 ERP 软件大多起源于财务软件，架构简单而模块复杂，造成内聚度低而耦合度高，管理信息串扰程度高等问题。同时，国内 ERP 软件在一体化程度、维护扩展性等方面与国外 ERP 软件仍存一定差距。国外 ERP 软件在各类结构复杂的大型企业高端市场，尤其是在大型制造业市场优势显著。

表 2：国外与国内 ERP 软件特点对比

	国外 ERP	国内 ERP
设计思路	作为企业管理系统的一个有机组成部分，所有的数据都是从企业的生产、销售等业务开始的，而生产、销售、采购、库存等环节紧密相连，做到无缝连接。ERP 系统内聚度高，耦合度低，数据信息能够高效的整合并很少发生串扰。	大多起源于财务软件，并在财务软件的基础上堆砌上一些管理系统的功能。架构简单而模块复杂，造成内聚度低而耦合度高，管理信息串扰程度高等问题。
一体化程度	高	与手工操作更为类似
功能模块	所涵盖的企业运营模块更加全面，在原材料，生产，运营，销售，财务管理等方面有着更加细密的逻辑关系。	在功能模块的分配上，细化程度更高。
维护扩展性	提供多种便捷的工具使其系统的维护量大大下降，经过短期培训，企业的 IT 人员就能独立维护。同时与各种专业系统存在集成，比如：CAD 接口、BAR CODE(条形码) 接口、CNC 接口等。	在软件的维护上大多针对的是企业的操作人员，而没有在相应的软件技术上提供多少解决方案，导致了其软件的维护性工作量居高不下。
优势市场	各类结构复杂的大型企业的高端市场	中小型企业市场

资料来源：管理观察《中外 ERP 系统比较研究》倪捷、现代商业《中外 ERP 软件差距刍议——以用友和 SAP 为例分析》黄爱萍、国信证券经济研究所整理

随着企业上云的稳步推进，ERP 呈现明确的云化趋势。ERP 云化提升 ERP 软件厂商内生价值：

（1）成本节约、门槛降低：收费模式是年费的形式，相当于把 ERP 门槛降低，节约了买服务器、license、实施的部分费用以及维护的部分成本；同时实施时间缩短，本来周期 5-6 月，标准化的云 ERP 2-3 月即可实施。

（2）支持多点业务：例如处于成长期的公司，业务种类和公司规模存在较大的不确定性，如果实施传统 ERP 软件，未来系统升级、培训较为复杂；ERP 云的更新较为灵活，实施周期也较短，相对于传统模式，在更改需求、设立新子公司后的实施效率大幅提升。

（3）市场空间更为广阔：ERP 线下市场渗透率达到 70-80%，而线上市场才刚刚起步，空间十足。

ERP 云化趋势下，国产 ERP 具有更多的市场机会。国外 ERP 巨头在中国 ERP 云化中相对滞后。例如，SAP ERP 产品上云：早在 2010 年，SAP 就已经推出了 SAP ByDesign 云和 SAP 分析云，分别对应中小企业的 ERP 应用，和各类型企业的商务分析应用，但直到 2015 年 S/4HANA 发布，针对大型企业的高端 ERP 产品才具备云端部署能力，能够实现本地部署（On-Premise）和私有、混合云部署（On-Cloud），2016 年 S/4HANA Cloud 版本的推出，补足了高端 ERP 产品的公有云部署能力，2018 年起 S/4 HANA Cloud 在中国推广，截至目前尚未有标杆项目落地。

而国内厂商积极布局，并完成了 ERP 的云化升级，有望在高端 ERP 市场实现弯道超车。例如金蝶云 ERP 正式升级为“金蝶云”，其中包括财务云、供应链云、HR 云、大数据云等服务，除了金蝶云，公司还相继开发出了“云之家”、“精斗云”、“管易云”三款云 ERP 产品。用友网络加快布局云服务产品，包括“领域云”、“云市场”、“小微企业云”等六大云服务产品。从业务增速上看，用友网络与金蝶国际的云服务收入增速较快，2018 年云服务（不含金融）收入分别为 8.51 亿元、8.49 亿元，同比增速分比为 108%、50%。

表 3: 国外与国内 ERP 厂商产品线布局

产品分类	客户对象	用友	金蝶	SAP	Oracle
ERP	大型企业	NC系列、U9系列、PLM系列	EAS	SAP S/4 HANA、SAP R3、SAP Business One HANA	OracleE-Business Suite
	中型企业	U8等U系列	K/3	SAP Business One	
	小微型企业	畅捷通T系列	KIS		
云服务	中大型企业	NC Cloud、U8 Cloud、IUAP平台等	金蝶云	SAP Business ByDesign	Oracle ERP Cloud、NetSuite ERP Cloud
	小微型企业	小微企业云、领域云等	云之家、精斗云、管易云	SAP SuccessFactors、SAP Analytics Cloud等	

资料来源:各公司官网、国信证券经济研究所整理

ERP 国产化进程有望加快，利好国内龙头厂商。根据公众号“人称 T 客”报道，华为与用友网络近来互动频繁，华为 ERP 团队近日造访用友网络。此前 2018 年 4 月 9 日，华为与用友签订了战略合作协议，双方基于各自在企业服务领域的技术、渠道和经验等优势，联合推广服务于中国企业的公有云与混合云解决方案，共同拓展企业服务市场。国产 ERP 替代曾在 2016 年被提起，但由于产品与时机的原因未能得到规模应用。目前在新的外部环境背景下，国产 ERP 替代进程有望倍加快，利好用友网络等核心国内 ERP 厂商。

高端 ERP 市场国产化空间达 150-200 亿元/年量级。据前瞻产业研究院数据，在利润空间较大的大型高端企业 ERP 市场上，2017 年 SAP、Oracle 等海外巨头仍旧把持着超过一半的市场份额，其中 SAP 占据 33%，Oracle 也有 20%。案例中具有代表意义的是央企如中国石油使用的是 SAP，国家电网主要使用 Oracle。用友网络在高端市场占比仅有 14%，推算整体高端 ERP 市场约为 200 亿元/年。若仅计算央企市场，目前央企超过 100 家，预估每家央企的 ERP 替代需求约为 10 亿，则 ERP 国产化市场可达千亿级别市场空间。

■ **投资建议:**

用友网络是工业互联网龙头企业，用友精智工业互联网平台全国化布局规模初现。本次成为 5G 应用产业方阵理事单位，工业互联网行业地位彰显。此外，中美贸易摩擦由经贸领域向科技领域延伸，安全可控是我国的必由之路。外部环境变化缩短我国国产替代的缓冲期，更加坚定我国发展安全可控的决心，利好全产业链发展。国产 ERP 替代进程有望倍加快，打开高端 ERP 市场国产化空间达 150-200 亿元/年。公司深耕 ERP 市场 30 年，国内市场率接近 40%，份额遥遥领先。公司目前深入参与部分国产替代项目，未来模式有望开始复制。**预计 19-21 年归母净利润 8.43/10.90/13.62 亿，对应 EPS 为 0.34/0.44/0.55 元，维持“买入”评级。**

■ **风险提示:**

5G 及工业互联网建设进程不及预期；国产 ERP 产品升级不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5531	3839	4437	5361
应收款项	1896	2368	2910	3538
存货净额	22	27	33	42
其他流动资产	892	1114	1369	1665
流动资产合计	**8340**	**7348**	**8750**	**10605**
固定资产	2519	2469	2372	2248
无形资产及其他	876	842	808	774
投资性房地产	1783	1783	1783	1783
长期股权投资	1703	1764	1825	1886
资产总计	**15221**	**14205**	**15538**	**17296**
短期借款及交易性金融负债	3314	500	300	200
应付款项	456	566	701	871
其他流动负债	3579	5359	6575	8032
流动负债合计	**7348**	**6425**	**7576**	**9103**
长期借款及应付债券	172	(58)	(58)	(58)
其他长期负债	49	35	21	7
长期负债合计	**221**	**(23)**	**(37)**	**(51)**
负债合计	**7569**	**6402**	**7539**	**9052**
少数股东权益	1081	1118	1166	1226
股东权益	6571	6685	6833	7018
负债和股东权益总计	**15221**	**14205**	**15538**	**17296**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.32	0.44	0.57	0.71
每股红利	0.28	0.38	0.49	0.61
每股净资产	3.43	3.49	3.56	3.66
ROIC	21%	19%	57%	97%
ROE	9%	13%	16%	19%
毛利率	70%	69%	69%	68%
EBIT Margin	28%	14%	15%	14%
EBITDA Margin	31%	17%	17%	17%
收入增长	21%	25%	23%	22%
净利润增长率	57%	38%	29%	25%
资产负债率	57%	53%	56%	59%
息率	1.0%	1.4%	1.8%	2.3%
P/E	84.7	61.5	47.5	38.1
P/B	7.9	7.8	7.6	7.4
EV/EBITDA	24.8	34.9	28.8	24.8

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**7703**	**9623**	**11825**	**14379**
营业成本	2315	3005	3703	4560
营业税金及附加	110	138	169	206
销售费用	1649	1896	2313	2799
管理费用	1465	3215	3915	4730
财务费用	110	(28)	(89)	(114)
投资收益	101	131	157	194
资产减值及公允价值变动	(294)	(219)	(278)	(278)
其他收入	(918)	0	0	0
营业利润	943	1308	1693	2115
营业外净收支	7	0	0	0
利润总额	**950**	**1308**	**1693**	**2115**
所得税费用	140	193	250	312
少数股东损益	198	273	353	441
归属于母公司净利润	**612**	**843**	**1090**	**1362**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	612	843	1090	1362
资产减值准备	(5)	39	(16)	(19)
折旧摊销	226	298	340	371
公允价值变动损失	294	219	278	278
财务费用	110	(28)	(89)	(114)
营运资本变动	1408	1216	517	663
其它	32	(2)	64	78
经营活动现金流	**2567**	**2613**	**2273**	**2733**
资本开支	93	(472)	(472)	(472)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**32**	**(533)**	**(533)**	**(533)**
权益性融资	232	0	0	0
负债净变化	(133)	(230)	0	0
支付股利、利息	(529)	(728)	(942)	(1177)
其它融资现金流	**3**	**(2814)**	**(200)**	**(100)**
融资活动现金流	(1090)	(3772)	(1142)	(1277)
现金净变动	1509	(1691)	598	923
货币资金的期初余额	4022	5531	3839	4437
货币资金的期末余额	5531	3839	4437	5361
企业自由现金流	3572	2209	1856	2338
权益自由现金流	3441	(810)	1731	2336

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032