



## 用友网络 - 开始云转型之后的变化

图 1: 用友网络收入拆分



来源: 公司数据, 尚乘研究

在本期中, 我们将主要讨论用友网络云服务业务的发展(具体内容请参考英文版本)。尚乘观点: 用友作为中国企业管理软件公司中的领导者, 自 2016 年宣布落地用友 3.0 战略计划后, 将公司业务重点全面转向云服务。随着客户群的不断扩大, 用友网络云服务业务收入在过去五年实现了高速增长, 2019 年第二季度云业务收入占到公司整体收入的 17%。由于传统软件业务增速减缓, 云服务业务已成为公司业务增长的核心驱动力。不过与美国成熟的 SaaS 公司不同的是, 公司云服务业务收入依旧与采用永久授权模式的传统软件业务一样具有明显的周期性。另一方面, 在云转型之后, 公司营业杠杆作用开始体现。销售费用占收入比例有所下降, 营业利润率不断提升。另外得益于谨慎的资本支出, 公司的自由现金流收益率也有所增长。

尚乘研究  
 李小明  
 +852 3163-3384  
 brian.li@amtdgroup.com



尚乘研究  
 李蕾  
 +852 3163-3383  
 michelle.li@amtdgroup.com

尚乘研究  
 吴若滢  
 +852 6215-7838  
 roy.wu@amtdgroup.com

## 新闻更新

2019年10月16日

设备

华为

### 华为公布 9M19 收入为 6,108 亿元人民币，同比增长 24%

华为公布 9M19 收入为 6,108 亿元人民币，同比增长 24%。净利润率为 8.7%，与 1H19 持平。根据 1Q 和 1H 的收入（分别为 1,797 亿元、4,013 亿元人民币）推算，3Q 的收入为 2,095 亿元人民币，较 2Q 的 2,216 亿元人民币环比下降 5%。分业务部门来说，在智能手机业务方面，华为公布 9M19 的出货量超过 1.85 亿部，同比增长 26%，这意味着 3Q19 的出货量为 6,700 万部，环比增长 14%、同比增长 30%；在运营商业务方面，截至目前，华为已签定 60 多份 5G 商用合同，交付了 40 多万个 5G Massive MIMO AAU；在云业务方面，华为第三季度发布了整体计算战略，推出全球最快 AI 训练集群 Atlas 900。（来源：[Huawei](#)）

**尚乘观点：**由于美国对华为的禁令尚未解除，我们预计华为将继续面临挑战。另一方面，在智能手机业务上，我们认为由于没有谷歌应用，华为将重新聚焦国内市场，以应对海外市场的下滑，这将加剧中国市场的竞争。

2019年10月14日

模组/CCM

欧菲光

### 欧菲光 3Q19 营收为 143 亿元人民币，环比增长 11%、同比增长 11%

欧菲光公布第三季度营收为 143 亿元人民币，环比增长 11%、同比增长 11%。毛利率从 2Q19 的 11.8% 下降到 3Q19 的 9.4%，主要是由于 CCM 和触控模块业务的竞争加剧。3Q19 营业费用占销售收入的 5.7%，这一比率在 2Q19 为 4.7%、在 3Q18 为 6.5%。值得关注的是，研发费用占销售收入的比重从 9M18 的 4.3% 下滑到 9M19 的 3.4%。3Q19 净利润为 1.6 亿元人民币，环比下降 43%、同比下降 75%，接近指引区间的上限。（来源：[cninfo](#)）

**尚乘观点：**欧菲光在第一季度令人意外的地计提了 2.32 亿元人民币的存货跌价准备，引发了市场对其现金流风险的极大担忧。目前，欧菲光通过积极引入外部股权投资者（包括南昌工业控股集团和其他国有背景投资者）缓解了现金流压力。第三季度净负债比率从今年第一季度的 146% 下降到了 90%。然而我们认为，由于较集中的客户来源以及竞争加剧，未来一段时间内公司仍将面临较大挑战。

2019年10月11日

模组/CCM

舜宇光学

### 舜宇光学 9 月镜头出货量增长强劲，CCM 业务放缓

舜宇光学 9 月手机照相模组（CCM）出货量为 4,840 万件，同比增长 1%、但环比下降 14%。手机镜头出货量则同比增长 44%、环比增长 9%，达到 1.45 亿件；车载镜头出货量为 480 万件，同比增长 32%、环比增长 4%。年初至今，CCM 出货量同比增长 23%，符合同比增长 20-25% 的全年指引；手机镜头出货量增长强劲，同比增幅达到 38%，高于同比增长 30% 的全年指引；车载镜头出货量同比增长 26%，略高于同比增长 25% 的全年指引。（来源：[HKEX](#)）

**尚乘观点：**我们相信，随着三摄 CCM 向更大市场的持续渗透，手机镜头的增长将更加强劲。另一方面，9 月 CCM 增长放缓可能是因为华为新品 Mate 30 在海外市场的销售不如预期——华为是舜宇光学 CCM 业务的主要客户，占公司总收入的 25-30%。

2019年10月9日

### 大立光 3Q19 营收达 185 亿元新台币，环比增长 31%、同比增长 13%

组件/镜头

大立光

大立光公布第三季度营收为 185 亿元新台币，环比增长 31%、同比增长 13%。3Q19 毛利率为 69.1%，而 2Q19 和 3Q18 的毛利率分别为 69.6%、71.3%。毛利率的下降主要是由于新推出的高端产品的良品率较低。3Q19 净利润为 86 亿元新台币，环比增长 31%、同比增长 2%，但比一致性预期低了 10%，这主要归因于 7.85 亿元新台币的外汇损失。（来源：[Largan](#)）

**尚乘观点：**据报道，苹果将 2019 年 iPhone 11 的产量目标提高到了 7,500 万台，因此我们预期大立光的收入将继续受益于 iPhone 的强劲需求。但是由于大立光厂房的占地面积有限，其产能已接近满载，增长可能受限。关于未来，我们认为，一方面，管理层将努力改善良品率和运营效率；另一方面，2020 年大立光将优先考虑高单价的高端订单。在规格升级方面，大立光的 7P 镜头订单不断增加，并正在开发 8P 镜头。在潜望镜镜头模块上，大立光可能会采用 G+P（玻璃+塑料）的结构，并且从外部公司采购玻璃镜头。

2019年10月10日

### 三大运营商 5G 预约用户数超 1,000 万户

5G

中国

虽然 5G 机型还不多，但中国手机用户对 5G 的热情十分高涨。截至 10 月 10 日，世界最大的手机运营商中国移动的 5G 预约用户已达 630 万个，中国联通 5G 预约用户数达 200 万个，中国电信 5G 预约用户数为 210 万个，合计预约用户数突破 1,000 万大关。（来源：[SCMP](#)）

2019年10月8日

### 苹果新专利曝光，未来 Macbook 或将采用触摸屏键盘

设备

苹果

苹果新发明了一项触屏虚拟键盘技术，用触摸式按钮设计代替物理按键，同时还能保留物理键盘的敲击力量反馈。这项新的发明为“静态图案静电触觉电极”，发布在一项专利申请中。如果这项发明应用到苹果产品中，那么苹果电脑的键盘将被屏幕取代。但由于还处于专利申请阶段，苹果何时会将其应用到实际产品中目前尚不清楚。（来源：[9to5mac](#)）

2019年10月6日

### 三星将为 Galaxy S11 测试潜望式镜头

智能手机

三星

据报道，三星将开始为下一代可折叠手机 Galaxy S11 测试一款潜望式镜头。韩国本土的测试插槽制造商 MecaTech Systems 将为这次模块测试供货。Galaxy S11 预计将配备 1.08 亿像素的 ISOCELL Bright HMX 主摄，支持 5 倍光学变焦。在欧美上市版本将搭载高通的骁龙 865 芯片，而其他版本将搭载三星自己的 Exynos 9830。这款手机可能会在明年 2 月 18 日正式发布。（来源：[Thelec](#)）

2019年10月4日

### 亚马逊计划于阿根廷投资 8 亿美金建造数据中心

云计算

亚马逊

亚马逊云部门计划在阿根廷建立一个区域数据中心。公司计划在 10 年内对该项目投资约 8 亿美元。亚马逊将获得出口税减免，所得税将从 35%降低至 15%。此外由于该项目计划建于自由贸易区，亚马逊将无需为能源消耗缴纳国家或省级税。但此项目还未最后确定，或有变动。（来源：[Bloomberg](#)）

2019年10月4日

### 苹果将 iPhone 11 的产量提高最多 10%

智能手机

苹果

据日经报道，苹果已要求供应商提高最新款 iPhone 11 的产量，最多增加 800 万部、或约 10%。iPhone 11 和 iPhone 11 Pro 以较低的价格赢得了超出预期的需求。此前，苹果下单相当保守，很可能是因为 2019 年上半年其 iPhone 出货量下降了 25%。追加订单后，苹果的计划产量将高于去年新机的水准。（来源：[NikkeiAsianReview](#)）

2019年10月3日

### Adesto Technologies 与微软在物联网解决方案方面进行合作

物联网

Adesto/微软

Adesto Technologies 宣布加入微软 Azure 物联网认证。客户可以获取基于 Adesto SmartServer 物联网的解决方案，从而节省时间——因为其硬件和软件都已经过微软的预先测试和认证，可以与 Azure 物联网服务协同工作。SmartServer 物联网允许客户将其工业数据无缝连接到 Azure 物联网，以进行深度分析。（来源：[Adesto](#)）

2019年10月3日

### 华为将助力马来西亚 5G 网络建设

5G/基础设施

华为

华为与马来西亚主要电信公司 Maxis 签署了正式协议，将帮助后者开展全面 5G 试验。华为将提供 4G LTE 和 5G 无线设备，并从服务、经验等方面提供支持，助力马来西亚 5G 网络建设。Maxis 还将对现有的 LTE 网络进行现代化改造，以符合 5G 标准。华为是 Maxis 的长期合作伙伴，曾参与其 4G 网络的建设。（来源：[NikkeiAsianReview](#)）

2019年10月3日

### 三星关闭在华最后一家工厂，停止在华生产手机

智能手机

三星

由于中国市场的竞争加剧，三星正式宣布关闭其在中国位于惠州的最后一家工厂，停止在中国的手机生产。三星另外两家位于天津和深圳的工厂已于 2018 年陆续关闭。惠州工厂成立于 1992 年，曾是三星在中国的主要生产地，总投资为 1.907 亿美元，根据韩媒报道在 2017 年拥有 6000 名员工。（来源：[NikkeiAsianReview](#)）

2019年10月3日

## 村田与 Resonant 两家公司签署关于 XBAR 技术使用的商业合同

组件

村田

村田与 Resonant 共同宣布双方已签署多年合同，此合同将允许村田使用 Resonant 公司的 XBAR 技术开发设计组件。XBAR 技术是一个突破性的共振器技术，可显著提高 RF 滤波器的表现，使其满足 5G 设备的需求。因此在 5G 设备滤波器技术中，XBAR 技术将会比传统滤波器技术支持更高的频率，表现更加优异。（来源：[Murata](#)）

2019年10月2日

## 半导体生产商格芯计划于 2020 年上市

半导体

格芯

半导体制造商格芯计划在 2020 年通过 IPO 上市。格芯在 2018 年开始退出 7nm 等前沿技术市场，专注于为客户提供差异化的解决方案。它现在是全球第三大芯片代工厂，仅次于台积电和三星电子。此次 IPO 计划表明该公司认为自己可能在两年内扭亏为盈。管理层预计格芯今年的营收将达到 60 亿美元、自由现金流量将达到 5.5 亿美元。（来源：[Anandtech](#)）

2019年10月1日

## 百度地图语音功能用户超 3 亿

人工智能

百度

截至十月一日晚，百度地图智能语音功能用户量突破 3 亿。百度地图的智能语音功能于 2017 年上线，百度地图可在驾车等场景中完成语音的准确唤醒和精准识别，可以满足用户问天气、导航中更换目的地等需求。百度地图全球 POI（兴趣点）总数超 1.5 亿，覆盖 940 万公里道路里程，境外 POI 覆盖率达 98%，出境游人群渗透率达 50%。（来源：[Sina](#)）

2019年10月1日

## 微软将使用 AI 帮助诺华增强药物研发能力

人工智能

微软/诺华

微软与瑞士药企诺华公司签署了一项为期 5 年的协议，将使用人工智能加速药物研发。微软将会在诺华设立一个“人工智能创新实验室”，并在诺华位于瑞士和都柏林的办公室、以及位于英国剑桥的微软研究室创建联合工作中心，这一计划的目的是为诺华员工提供研发新一代药物所需的人工智能和云计算能力。诺华计划将微软的人工智能工具应用于整个药物研发过程，包括研究、临床试验、生产、运营和财务。（来源：[Microsoft](#)）

2019年9月30日

## 未来的高端 iPad 和 MacBook 有望搭载 mini LED 显示屏

模组

苹果

据称，苹果正在研发搭载迷你 LED 显示屏的新款高端 iPad 和 MacBook 机型。这款显示屏将拥有大约 10,000 个 LED，每个 LED 直径小于 0.2 毫米。与 OLED 相比，迷你 LED 不太容易老化，而且供应商更多——这有助于减少苹果对三星的依赖，后者在中型 OLED 市场仍然占据主导地位。配有迷你 LED 显示屏的新 iPad 预计将在 1Q21 上市，同样使用迷你 LED 的 MacBook 则将在这之后的一个季度上市。（来源：[9to5mac](#)）

2019年9月30日

## MLCC 可能迎来缺货

组件

MLCC

据传，中国MLCC市场可能迎来新的缺货潮。许多大厂发出了暂停接单、出货公告或延长了交货期限，包括宇阳科技、华新科、国巨、风华高科、三星电机等。原因主要为：1) 用工荒，2) 各品牌新手机的扎堆发布，3) 厂商对经济不景气的担忧——他们努力将产能利用率维持在较低的水平、以控制库存。这次缺货主要波及大尺寸MLCC；此外，手机和消费性产品通用的0402、0201等几类销量最大的小尺寸MLCC元件的短缺情况也较为明显。（来源：[iChunt](#)）

---

---

## 重要声明

---

### 分析师声明

我们，李小明、李蕾和吴若滢在此证明，（i）本市场评论中表述的任何观点均精确地反映了我们对有关市场、公司及其证券的个人看法；（ii）我们所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接与我们在本市场评论中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘环球市场有限公司的交易相联系。

在本市场评论发布当日，李小明拥有评论中提及到与 Amazon 有关的财务权益。

---

### 尚乘环球市场有限公司

地址：香港中环干诺道中 41 号盈置大厦 23 楼 - 25 楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

---

## 一般性声明

---

市场评论由尚乘环球市场有限公司（“尚乘”）编制，仅供尚乘的客户参考使用，尚乘不会因接收人收到本市场评论而视其为客户。

**本市场评论仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。**本评论内提到的证券可能在某些地区不能出售。本评论（i）不提供构成个人意见或建议，包括但不限于会计、法律或税务咨询或投资建议；或（ii）不考虑特定客户的特定需求，投资目标和财务状况。尚乘不作为顾问，也不会对任何财务或其他后果承担任何受托责任或义务。本市场评论不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本市场评论中的任何信息，意见或建议是否适合其特定情况，并酌情寻求法律或专业意见。

本市场评论所载资料的来源被认为是可靠的，但尚乘不保证其完整性或准确性，除非有尚乘和/或其附属公司的任何披露。对于本市场评论提及的任何证券，其价值、价格及其回报可能波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。未来的收益不能保证，本金可能会损失。

市场评论所载的资料，估计，观点，预测和其他信息均反映发布评论当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。尚乘及其附属公司或其任何董事或雇员（“尚乘集团”）并不明示或暗示地表示或保证市场评论中包含的信息正确、准确或完整。尚乘集团对使用或依据市场评论及内容不承担任何责任或义务。

本市场评论可能包含来自第三方的信息，例如信用评级机构的信用评级。除第三方事先书面同意，禁止以任何方式复制和再分发任何形式的第三方内容。第三方内容提供者不保证任何信息的及时性、完整性、准确性或可用性。第三方不对任何错误、遗漏或使用这些内容所获得的结果负责。第三方内容提供商不提供任何直接或间接的保证，包括但不限于任何用于特定用途适用性或适销性的保证。第三方内容提供商不对使用其内容造成的任何直接、间接、偶然、示范、补偿、惩罚、特殊或间接的损害、费用、开支、法律费用或损失（包括收入或利润损失和机会成本）负责。信用评级是意见声明，不是购买、持有或出售证券的行为或建议声明。第三方并没有强调所涉及的证券适用于投资目的，也不应该作为投资建议。

在有关的适用法律和/或法规允许的范围内：（i）尚乘和/或其董事和雇员，可以作为被代理人或代理人，对本评论所涉及的证券或其他相关金融工具，进行买卖、建仓或平仓（ii）尚乘可以参与或投资市场评论中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；（iii）尚乘可以对在 market 评论中提到的发行人提供做市；（iv）尚乘可能曾担任本评论提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本评论中提及证券的发售过程中提供暂时做市，或可能在过去 12 个月内提供其他投资银行服务。

尚乘通过其合规政策和程序（如信息隔离墙和员工交易监控）来控制信息流和管理利益冲突。

**本市场评论所载内容的版权为尚乘所有，未经尚乘环球市场有限公司事先书面授权，本市场评论的任何部分均不得以任何形式转载或以任何形式转载给任何人。**

---

---