

用友软件 (600588.SH) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

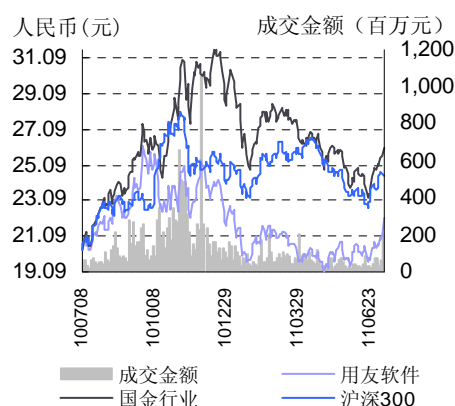
市价 (人民币): 22.09 元

左手云, 右手钟, 再现王者之风

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 802.45 |
| 总市值(百万元) | 18,026.12 |
| 年内股价最高最低(元) | 26.11/19.09 |
| 沪深 300 指数 | 3101.68 |
| 上证指数 | 2794.27 |



公司基本情况 (人民币)

| 项 目 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股盈利 (元) | 0.946 | 0.407 | 0.717 | 0.939 | 1.215 |
| 市盈率 (倍) | 29.25 | 57.17 | 28.64 | 21.86 | 16.91 |
| 股息率 | 1.08% | 0.94% | 1.89% | 2.47% | 3.19% |
| PE/G (倍) | 0.58 | -1.30 | 0.38 | 0.71 | 0.58 |
| 净资产收益率 | 23.01% | 13.14% | 20.93% | 24.34% | 27.50% |
| 每股净资产 (元) | 4.11 | 3.10 | 3.43 | 3.86 | 4.42 |
| 市净率 (倍) | 6.73 | 7.52 | 5.99 | 5.32 | 4.65 |
| 每股经营性现金 (元) | 0.64 | 0.60 | 1.91 | 1.66 | 2.19 |
| 发行股数 (百万股) | 627.86 | 816.13 | 816.03 | 816.03 | 816.03 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 用友的客户群从政府到行业, 从大型央企到夫妻店, 其跨度之大, 世所罕有。不能机械的把用友看作中国的 SAP 和埃森哲, 没有一家公司和用友一样拥有如此广泛的客户群体。如果计划全面的解构用友、洞悉其投资价值, 必须展开宏大叙事, 看清楚中国信息化的前世今生, 看清楚用友涉足的各行业、不同类型不同规模企业的信息化现状和发展趋势, 看清楚技术进步带来的业务变革和催生的庞大市场空间。
- 用友已在数个百亿级规模的市场中布局落子。我们预计, 明星业务“畅捷通”11 年至 13 年每年业绩保持 50% 以上增长, 11 年收入 3.6 亿, 净利 1.8 亿; 明日之星业务用友医疗借助新医改东风将维持 70%-90% 的增长速度; 现金牛业务用友股份、用友政务保持 30% 到 35% 的增长率。整体而言, 我们认为用友数经营, 已经在人才储备、产品积累、产业生态、云战略布局等方面占据先机, 未来业绩在 1 到 3 年内将维持高速增长。2011 到 2013 年扣非后的净利润 Y2Y 增长率达到 30%。
- 用友云战略首先在中小企业市场破题, 启、承、转、合之间这篇大文章已纲举目张, 初步完成从传统的软件开发商向云服务提供商的转型。企业也许在阿里巴巴上交易, 但一定会在用友云上工作。左手云, 右手钟, 大幕已经开启。

投资建议与估值

- 公司 11 年-13 年摊薄 EPS 对应 0.72、0.92、1.2 元, 我们给予公司未来 6-12 个月 29.00 元目标价位, 相当于 40x11PE, 30x12PE。给予买入评级。在预设监控指标达到预期时我们判断 PE 估值有进一步提升空间。

风险

- 详见正文风险提示一节, 请认真阅读。

易欢欢 联系人
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

赵国栋 联系人
(8621) 61038220
zhaogd@gjzq.com.cn
MSN: zhaogd@gmail.com

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

内容目录

| | |
|--|----|
| 盈利预测与估值..... | 5 |
| 中小企业业务模式的转变及业绩爆发增长成为未来业绩改善的决定性因素 .. | 5 |
| 控制费用成为 11 年业绩达标的关键举措..... | 5 |
| 股权激励是业绩达标的重要保障。 | 5 |
| 估值 | 5 |
| 企业信息化发展趋势 | 7 |
| 宏观层面：工业化与信息化交织融合，万里长征走出了第一步 | 7 |
| 中观层面，不同产业信息化水平参差不齐浪逐浪高..... | 8 |
| 微观层面：企业应用系统融合、分化、扩展，难有终期。 | 9 |
| 云计算、电子商务热潮和终端革命共同促进业务变革释放巨大的市场空间 | 10 |
| 用友的业务布局及发展 | 12 |
| 三个“一”用友云梦想——耕耘中小企业市场的明星业务畅捷通... | 13 |
| 新医改，新机遇——重塑医疗信息化产业格局的明日之星 | 18 |
| 重回快车道——大中型企业信息化空间依旧广阔..... | 22 |
| 维持高增长——用友政务的历史性发展机遇..... | 26 |
| 左手云，右手钟——“用户也许在阿里巴巴上交易，但一定在用友云上工作“ | 27 |
| 财务指标分析——提升人均创利最为关键 | 30 |
| 风险提示 | 31 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 32 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：销售预测 | 6 |
| 图表 2：在中国工业化和信息化交织融合的历史阶段，注定信息化企业承载双重使命和经历双重磨砺 | 7 |
| 图表 3：工业化与信息化融合序曲 | 8 |
| 图表 4：中国信息化总支出比全球平均水平低 50% | 8 |
| 图表 5：中国软件业务收入占 GDP 比例逐年升高 | 8 |
| 图表 6：中国软件服务收入增速已大幅超越 GDP 增速 | 8 |
| 图表 7：不同的行业信息化成熟度及 IT 热点 | 9 |
| 图表 8：行业服务内容及发展路径 | 9 |
| 图表 9：我国企业信息化投资低于全球平均水平 | 9 |
| 图表 10：大中型企业各部门信息化渗透率 | 10 |
| 图表 11：中小企业信息化渗透率仅为 6% | 10 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 12: 云计算全球市场规模 | 10 |
| 图表 13: 云计算——发现企业市场的长尾 | 10 |
| 图表 14: 企业上网比例 | 11 |
| 图表 15: 中国 B2B 电子商务交易规模 | 11 |
| 图表 16: 企业移动设备使用情况 | 11 |
| 图表 17: 在多个百亿级别的市场中布局落子 | 12 |
| 图表 18: 用友的产品和解决方案覆盖广泛的客户群 | 12 |
| 图表 19: 用友核心业务概览 | 12 |
| 图表 20: 畅捷通业务盈利预测（单位：亿人民币） | 13 |
| 图表 21: 中小企业传统服务市场格局 | 13 |
| 图表 22: 中小企业云计算模式市场容量 100 亿 | 13 |
| 图表 23: 中小企业云计算业务模式市场容量估算表 | 14 |
| 图表 24: 中小企业传统服务模式分析 | 14 |
| 图表 25: 中小企业信息化模式分析 | 15 |
| 图表 26: 中小企业公有云模式 | 16 |
| 图表 27: 主要竞争对手的分析与对比 | 17 |
| 图表 28: 医疗业务增长预测 | 18 |
| 图表 29: 医疗信息化市场纵览 | 19 |
| 图表 30: 医疗信息化市场结构与竞争对手分析 | 20 |
| 图表 31: 卫生系统信息化拓扑结构 | 21 |
| 图表 32: 综合卫生信息系统管理平台 | 21 |
| 图表 33: 用友医疗的 SWOT 分析 | 21 |
| 图表 34: ERP 市场的增长趋势 | 22 |
| 图表 35: 企业部门的渗透率（红圈区域为热点领域） | 22 |
| 图表 36: 企业信息化建设成熟度 | 23 |
| 图表 37: 信息化成熟度较低的企业主要建设关键应用 | 23 |
| 图表 38: 信息化成熟度较高的企业主要关注扩展整合 | 23 |
| 图表 39: 新技术在大中型企业中的应用状况 | 24 |
| 图表 40: 决策层对信息化认知普遍提升 | 24 |
| 图表 41: 大中型企业信息化的热点领域 | 24 |
| 图表 42: 竞争格局与对手分析 | 25 |
| 图表 43: 电子政务市场发展趋势 | 26 |
| 图表 44: 用友的每次技术转型都将跃升一个新台阶 | 27 |
| 图表 45: 云计算——十年磨一剑 | 27 |
| 图表 46: 用友云战略 | 27 |
| 图表 47: 用友云计算的战略目标 | 28 |
| 图表 48: S+S 的战略 | 28 |
| 图表 49: 用友云 PAAS 平台 | 28 |
| 图表 50: 用友大型企业云 | 29 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 51: 中小企业云 | 29 |
| 图表 52: 用友政务云 | 29 |
| 图表 53: 用友健康云 | 29 |
| 图表 54: 人均创收指标 | 30 |
| 图表 55: 人均创利指标 | 30 |
| 图表 56: SAP 收入结构 (2010 年度) | 30 |
| 图表 57: 用友收入结构 (2010 年度) | 30 |

盈利预测与估值

市场看用友不外两种观点，一认为用友是步履蹒跚的大公司，受人力成本压力、ERP 渗透率较高等因素叠加影响，不利于业绩增长，因此看空。二是虽然看多，但主要原因却是对费用的严格控制，或者说某产品领先于国外的竞争对手。我们不同意上述观点，坚定认为用友长期增长的动力依然来自于国内信息化广阔的市场空间、业务规模的持续扩大以及交付能力的不断提升；来自于产业经营与资本经营的良性互动；来自于管理团队带领公司走向百亿营收的历史使命感。

中小企业业务模式的转变及业绩爆发增长成为未来业绩改善的决定性因素

- 10 年是用友关键的战略布局年份，11 年用友在人才储备、产品升级、产业链、云战略布局等方面占据先机，成功卡位。我们预测用友中小企业业务在未来 2 到 3 年内保持 50 以上%的增长率，业绩同比增长。大中型企业业务收益于信息化应用的深度和广度的扩展，保持 30%到 35%的增长率。用友政务业务收益于电子政务重心向基层转移的趋势，将保持 35%的增长率，继续扮演现金牛的角色。

控制费用成为 11 年业绩达标的关键举措

- 长期以来公司销售费用、管理费用偏高，导致净利润较低。控制费用，提升人均创利水平，是用友的一项长期任务。对比国内外同类公司的人均费用水平，用友存在较大的改善空间。
- 公司将在实施外包、合作伙伴考核、渠道优化等方面的改进措施有助于消减各类费用。
- 从 09 年 10 年持续用友股份持续招聘新员工，在人才储备上为 11 年得发展奠定了基础。

股权激励是业绩达标的重要保障。

- 公司此次股权激励行权条件需同时满足：1) 2011、2012、2013 年度扣非后的净资产收益率不低于 12%；2) 以 2009 年度扣非后的净利润为固定基数，公司 2011、2012、2013 年扣非后净利润需增长不低于 70%、120%、185%；3) 期权等待期内，净利润、扣非后净利润均不得低于授权日前最近三年会计年度的平均水平且不得为负。如果以 2009 年扣非后的净利润 2.86 亿元为基数，2011-2013 年扣非后净利润将不低于 4.86、6.28、8.14 亿元，相应的全面摊薄 EPS 将不低于 0.60、0.77、1.00 元，2010-2013 年扣非后净利润复合增长率将不低于 29.9%。本次股权激励的出台，将进一步促进公司对于核心骨干人员的激励，提升人员稳定性，有利于公司长远发展。

估值

- 公司 11 年-13 年摊薄 EPS 对应 0.72、0.92、1.2 元，我们给予公司未来 6-12 个月 29.00 元目标价位，相当于 40x11PE，30x12PE。给予买入评级。在预设监控指标达到预期时我们判断 PE 估值有进一步提升空间

图表1: 销售预测

| 项 目 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|--------------------|------------|----------|----------|----------|----------|
| 软件产品 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 1,123.67 | 1,328.84 | 1,723.64 | 2,326.91 | 3,024.99 |
| 增长率（YOY） | 24.56% | 18.26% | 29.71% | 35.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 97.45% | 94.95% | 94.10% | 95.00% | 95.00% |
| 销售成本（百万元） | 28.65 | 67.11 | 101.69 | 116.35 | 151.25 |
| 增长率（YOY） | -7.04% | 134.20% | 51.54% | 14.41% | 30.00% |
| 毛利（百万元） | 1,095.02 | 1,261.73 | 1,621.95 | 2,210.57 | 2,873.74 |
| 增长率（YOY） | 11833.48% | 15.23% | 28.55% | 36.29% | 30.00% |
| 占总销售额比重 | 65.10% | 56.62% | 57.86% | 57.86% | 57.66% |
| 占主营业务利润比重 | 74.41% | 66.32% | 67.96% | 67.67% | 67.62% |
| 技术服务及培训 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 463.07 | 763.90 | 985.77 | 1,330.79 | 1,730.03 |
| 增长率（YOY） | 28.28% | 64.96% | 29.04% | 35.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 75.00% | 77.46% | 73.30% | 75.00% | 75.00% |
| 销售成本（百万元） | 115.77 | 172.18 | 263.20 | 332.70 | 432.51 |
| 增长率（YOY） | 81532.19% | 48.73% | 52.86% | 26.40% | 30.00% |
| 毛利（百万元） | 347.30 | 591.72 | 722.57 | 998.09 | 1,297.52 |
| 增长率（YOY） | 720683.87% | 70.38% | 22.11% | 38.13% | 30.00% |
| 占总销售额比重 | 26.83% | 32.55% | 33.09% | 33.09% | 32.98% |
| 占主营业务利润比重 | 23.60% | 31.10% | 30.28% | 30.55% | 30.53% |
| 软件配套用品销售及其他 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 139.27 | 254.25 | 269.60 | 363.96 | 491.35 |
| 增长率（YOY） | 51.83% | 82.56% | 6.04% | 35.00% | 35.00% |
| 毛利率 | 21.04% | 19.27% | 15.60% | 16.00% | 16.00% |
| 销售成本（百万元） | 109.97 | 205.26 | 227.54 | 305.73 | 412.73 |
| 增长率（YOY） | 77442.44% | 86.65% | 10.86% | 34.36% | 35.00% |
| 毛利（百万元） | 29.30 | 48.99 | 42.06 | 58.23 | 78.62 |
| 增长率（YOY） | 60713.56% | 67.20% | -14.16% | 38.46% | 35.00% |
| 占总销售额比重 | 8.07% | 10.83% | 9.05% | 9.05% | 9.37% |
| 占主营业务利润比重 | 1.99% | 2.58% | 1.76% | 1.78% | 1.85% |
| 销售总收入（百万元） | 1726.01 | 2346.99 | 2979.01 | 4021.66 | 5246.36 |
| 销售总成本（百万元） | 254.39 | 444.55 | 592.44 | 754.77 | 996.49 |
| 毛利（百万元） | 1471.62 | 1902.44 | 2386.57 | 3266.89 | 4249.87 |
| 平均毛利率 | 85.26% | 81.06% | 80.11% | 81.23% | 81.01% |

来源：国金证券研究所

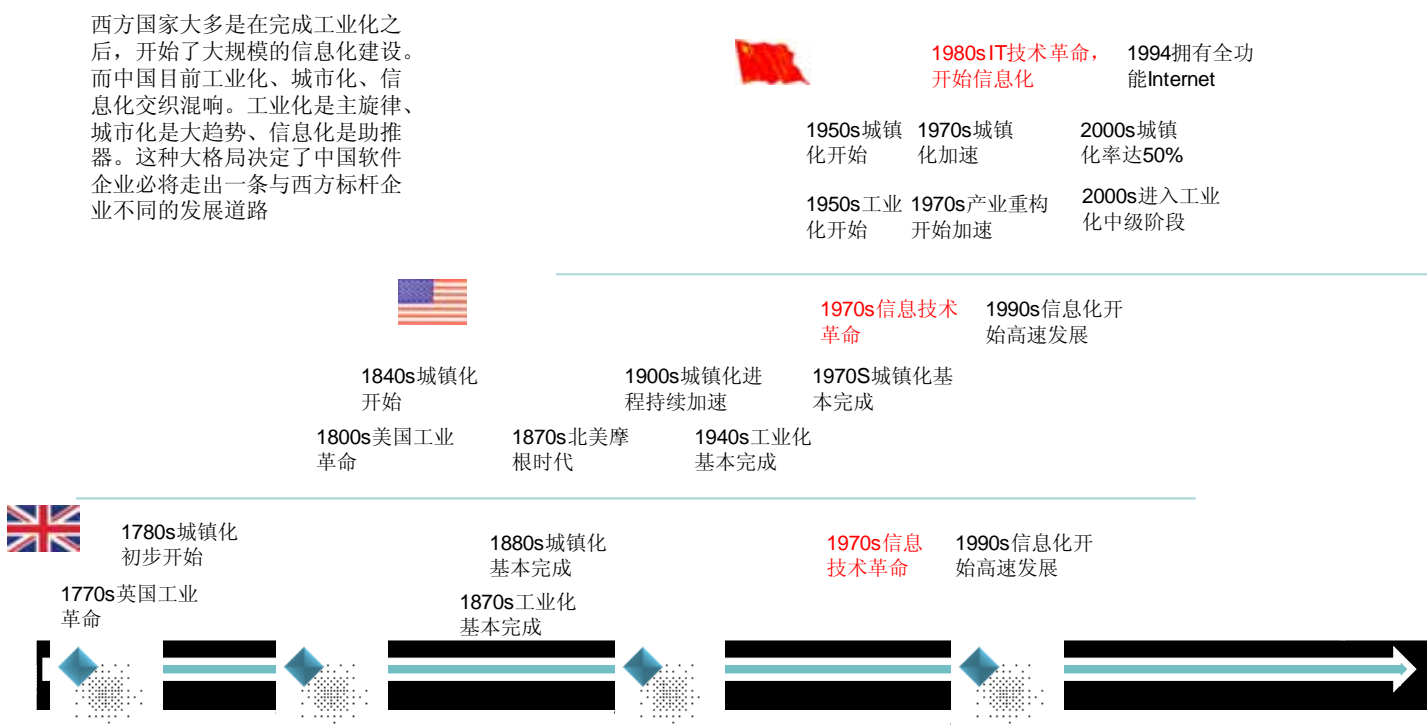
企业信息化发展趋势

用友的客户群从政府到行业，从大型央企到夫妻店，其跨度之大，世所罕有。不能机械的把用友看作中国的 SAP 和埃森哲，没有一家公司和用友一样拥有如此广泛的客户群体。如果计划全面的解构用友，了解其投资价值，必须看清楚中国信息化的前世今生，看清楚用友涉足的各行业、不同类型不同规模企业的信息化现状和发展趋势，看清楚技术进步带来的业务变革和催生的庞大市场空间。

宏观层面：工业化与信息化交织融合，万里长征走出了第一步

- 宏观层面，以英美为例，西方国家大多是在完成工业化之后，开始了大规模的信息化建设。而中国目前工业化、城市化、信息化交织混响。工业化是主旋律、城市化是大趋势、信息化是助推器。这种大格局决定了中国软件企业必将走出一条与西方标杆企业不同的发展道路。

图表2：在中国工业化和信息化交织融合的历史阶段，注定信息化企业承载双重使命和经历双重磨砺



来源：国金证券研究所根据公开信息整理

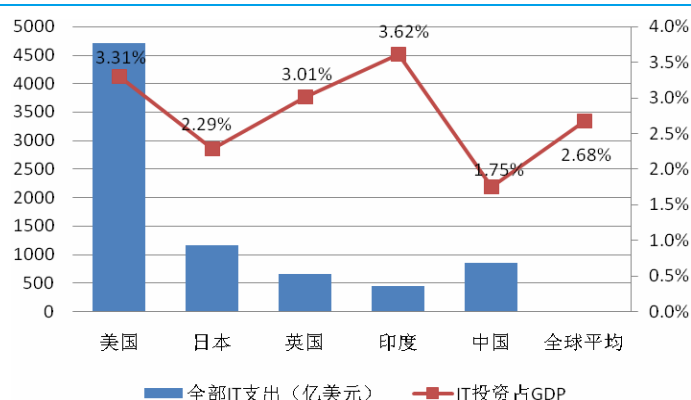
- 自第三次工业革命以来，信息化技术在五个方面与工业化深度融合，1 信息技术与设计、制造技术的融合；2 信息技术与传统工业的融合；3 信息技术与服务业的融合；4 信息化与企业生产、经营、管理的融合；5 信息化与资源、能源供给体系的融合；从英美的信息化发展历程来看，中国的两化融合，还仅仅是宏伟篇章的序曲，是万里长征的第一步。中国的信息化支出总水平，低于全球平均的水平的一半。
- 总体而言中国软件业务收入占 GDP 在稳步提升，软件业收入增速已经大幅超越 GDP 增速。即使在 2009 年金融危机期间，软件业的发展速度是 GDP 发展速度的 3 倍。2010 年，软件业务发展增速是同年 GDP 增速的 2.5 倍。

图表3：工业化与信息化融合序曲



来源：CCW 国金证券研究所

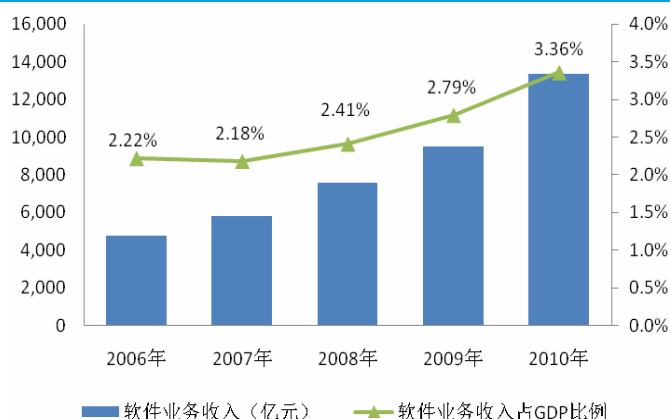
图表4：中国信息化总支出比全球平均水平低 50%



中观层面，不同产业信息化水平参差不齐浪逐浪高

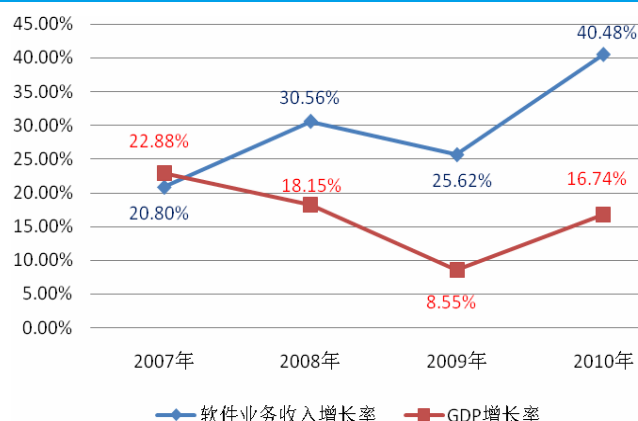
- 不同行业的信息化成熟度差别巨大。银行业 IT 成熟度整体水平最高，随着几大行先后完成数据大集中的建设，银行 IT 的重心逐渐转移到以风险控制为核心的 IT 治理领域。服务内容逐渐以服务为主。像医疗领域，患者的档案集中管理系统还是空白，医院的 HRP 建设处于起步阶段。服务内容将以建设为主。

图表5：中国软件业务收入占 GDP 比例逐年升高



来源：国金证券研究所根据统计局数据整理

图表6：中国软件服务收入增速已大幅超越 GDP 增速



- 整体的发展趋势是应用系统从分散走向集中，从建设走向运营，从重视硬件到重视软件应用。因为不同产业的信息化发展阶段不同，建设重点不同。期间孕育巨大的发展空间。尤其是成熟度较低的行业，其发展空间、发展速度要大于发展成熟的行业。

图表7: 不同的行业信息化成熟度及 IT 热点

| 行业 | 服务内容 | 市场空间 | 建设热点 | 复 增长率 |
|----|------|-------|------------------|--------|
| 金融 | 服务为主 | 480.0 | IT 治理 商业智能 | 8.25% |
| 电信 | 服务为主 | 476.4 | 数据挖掘 客户管理 | 12.25% |
| 政务 | 建设为主 | 462.2 | G2G 建设 G2B 建设 | 5.48% |
| 医疗 | 建设为主 | 153.4 | 档案管理 HRP | 31.95% |
| 电力 | 建 为主 | 123.0 | 财务 监控 | 8% |
| 交通 | 建设为主 | 384.6 | 软件占比上升 | 26.38% |

来源: 国金证券研究所根据公开资料整理

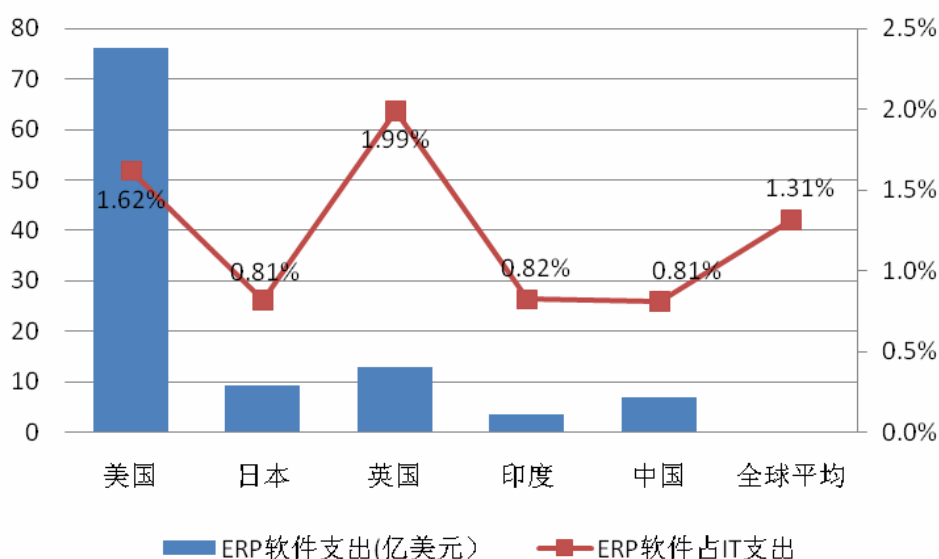
图表8: 行业服务内容及发展路径



微观层面: 企业应用系统融合、分化、扩展, 难有终期。

- 大中型企业的信息系统大部分经历了从无到有的过程, 因此各个部门、各生产环节使用不同开发商提供的产品或者工具。这些产品和工具由于设计理念、遵循的标准不尽相同, 造成企业信息化的孤岛现象。因此对于大中型企业而言, IT 部门的主要任务是应用系统的整合、优化、升级。

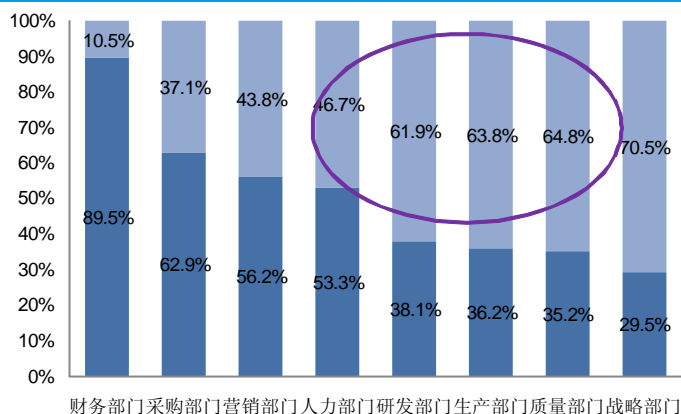
图表9: 我国企业信息化投资低于全球平均水平



来源: IDC 国金证券研究所

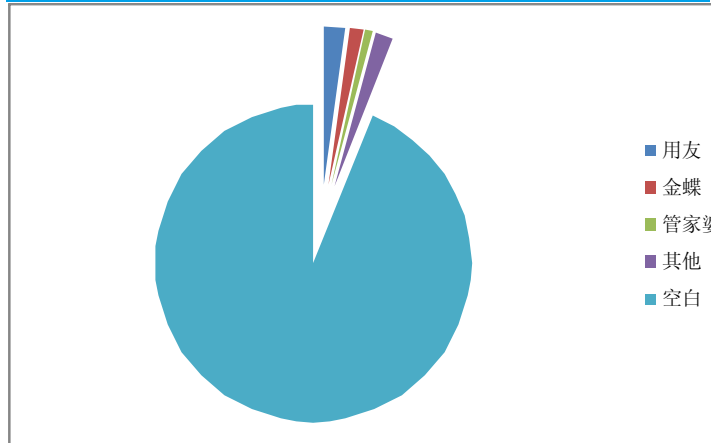
- 企业的各个部门因工作性质不同, 对信息化应用程度也不相同。财务是最早使用计算机的部门。目前 89.5%企业财务信息化已经较成熟。相反战略部门甚至还没有使用信息化产生的数据进行企业决策的意识。研发部门、生产部门、质量部门、战略部门是当下信息化热点领域。

图表10: 大中型企业各部门信息化渗透率



来源: 工信部电子一所 用友软件 国金证券研究所

图表11: 中小企业信息化渗透率仅为6%

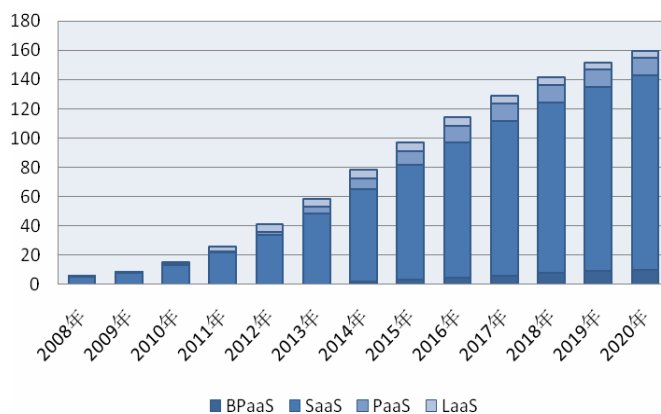


- 中小企业因数量众多且支付不了高昂的费用, 一直游离于信息化大潮的边缘。云计算的普及和电子商务对中小企业的培育, 公司为中小企业提供服务的成本大大降低, 长尾理论, 得以应用在中小企业服务市场。
- 历史上, IBM, HP, SAP, Oracle 等巨头数次尝试以各种方式为中小企业提供服务, 但都难有斩获。现在这个市场正处于爆炸性增长的前夜。

云计算、电子商务热潮和终端革命共同促进业务变革释放巨大的市场空间

- 云计算将低了 IT 操作的复杂性和应用部署的门槛; 电子商务在提升社会效率的同时, 更对企业内部运营效率提出更高要求; 终端革命使企业随时随地接入网络。看似不相关的诸多因素叠加, 企业信息化正处于从量变到质变的临界点。

图表12: 云计算全球市场规模



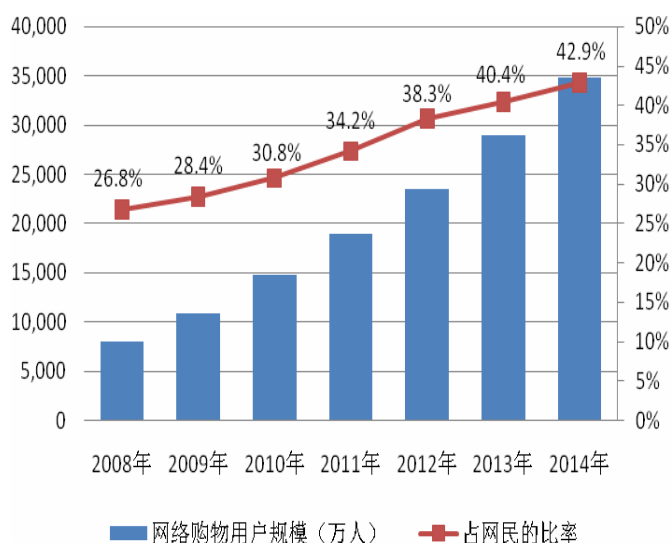
来源: IDC 国金证券研究所

图表13: 云计算——发现企业市场的长尾



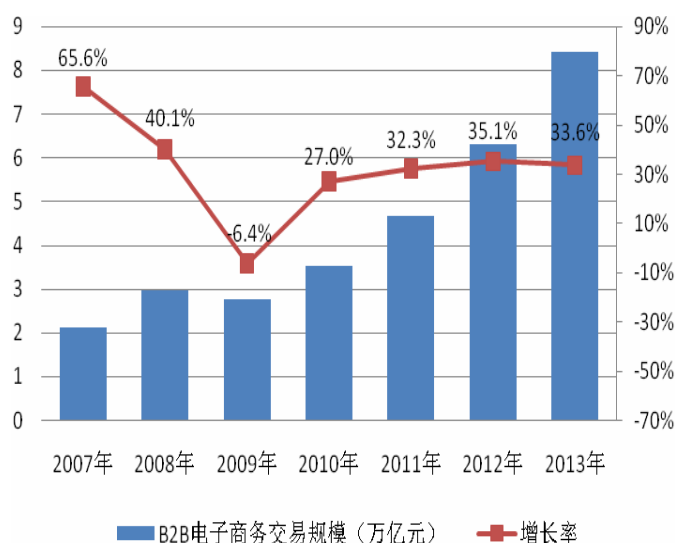
- 我国政府一直大力推动电子商务。2009 年开始, 波及全球的金融危机和电子商务的一枝独秀, 进一步提高了电子商务的地位: 主动推动电子商务的发展, 试图将信息化和电子商务作为中国经济转型的重要工具。2010 年 3 月, 两会政府工作报告中温家宝总理明确指出: “加强商贸流通体系等基础设施建设, 积极发展电子商务;

图表14：企业上网比例



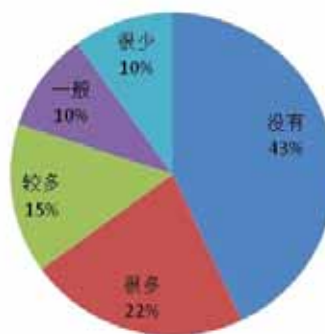
来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

图表15：中国 B2B 电子商务交易规模



- 电子商务的高速成长，成为推动企业信息化的决定性力量。它从三个方面永久的改变了市场格局：一，信息流、电子支付等基础设施趋于完备；二，交易的电子化对企业运营效率提出更高的要求；三，尤为重要，改变了企业对信息化的认知。
- 智能手机的普及、各类专用终端的智能化、移动化趋势，为企业随时随地接入信息网络奠定物质基础。

图表16：企业移动设备使用情况



来源：国金证券研究所

用友的业务布局及发展

现金牛稳定，明日之星蓄势，明星业务爆发

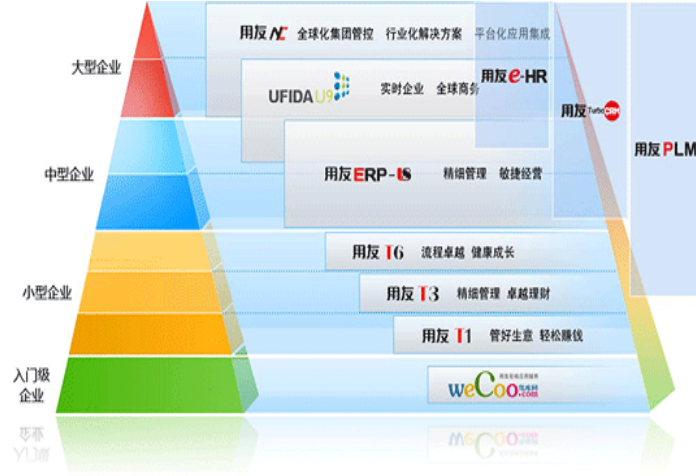
- 面向中小企业服务的畅捷通，是不折不扣的明星业务。中小企业市场是最具活力市场，保守估计这是一个净利率超过 50%，并且持续走高的市场；这是一个容量 100 亿且想象空间巨大的市场。用友目前在此市场的占有率超过第二、第三名之和。

图表17：在多个百亿级别的市场中布局落子



来源：国金证券研究所 用友软件

图表18：用友的产品和解决方案覆盖广泛的客户群



- 用友医疗自 09 年成立以来，瞄准新医改催生的百亿级医疗服务市场，跑马圈地。该市场目前有 1000 家小公司，典型的小、散、乱、弱。随着用友、华为、东软等巨头的加入，医疗服务市场即将在 2、3 年内形成新的市场格局。目前处于投入期。

图表19：用友核心业务概览

| 业务名称 | 类型 | 市场空间 | 竞争格局 | 用友战略 | 2010营收 | 2011目标 |
|---------|----|-------|----------------------------|-------------------------|--------|--------|
| 大中型企业服务 | | 100亿 | 四国演义（用友，Sap, Oracle, 金蝶） | 转变营收结构，提高人均单产 | 18亿 | 增长30% |
| 中小企业畅捷通 | | 100亿 | 三国演义（畅捷通，金蝶KIS, 管家婆） | 公有云+碎片化应用 | 1.9亿 | 增长100% |
| 用友政务 | | 1000亿 | 部委割据，每个部委都有传统的开发商。居于财政垄断地位 | 立足财政资金全流程管理，向其他部委、地方渗透。 | 4.9亿 | 增长35% |
| 用友医疗 | | 100亿 | 跑马圈地，格局未定。潜在对手：华为、东软、万达信息 | 加大投入，建立匹配的交付能力。不盈利 | 0.19亿 | 增长500% |

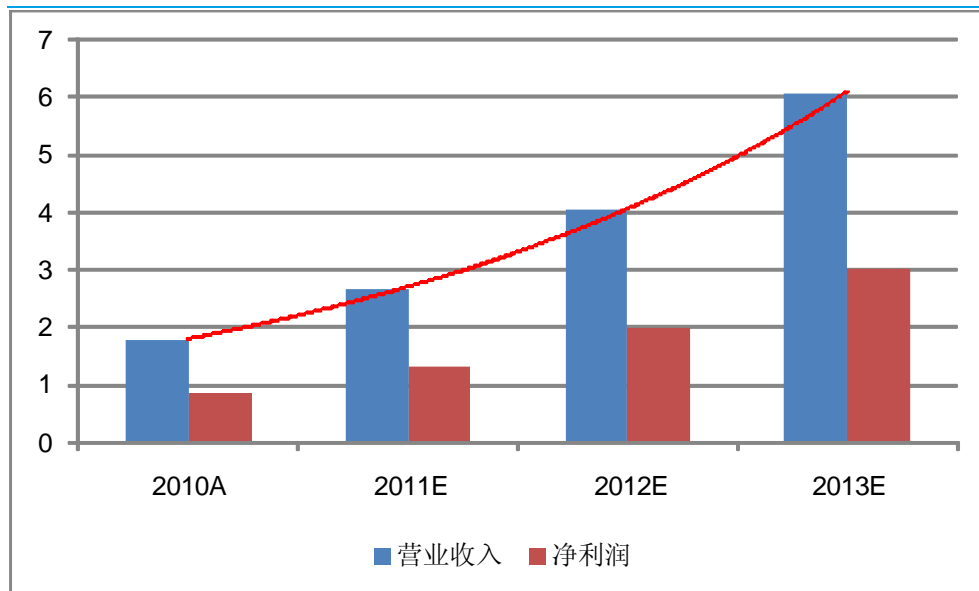
来源：国金证券研究所

- 用友的 NC, U8/9 产品市场占有率居于全国首位，拥有 100 万的客户群体。NC, U8 产品线 60%的收入来源于老客户的升级、扩展、整合等服务。业务增长率保持在 30%左右。为用友股份贡献稳定持续的收益。
- 用友政务紧紧围绕“全国财政资金的全过程管理”，触角伸向政府的各个部门。借助金财工程东风，用友政务的增长率稳定在 35%以上。

三个“一”用友云梦想——耕耘中小企业市场的明星业务畅捷通

- 1千万注册用户、1百万付费用户、1万个第三方应用，听起来像是天方夜谈，畅捷通正逐步把他变为现实。三年内增长速度维持 100%，净利润保持在 50%以上。预计 2011 到 2013 年，营业收入 3.6 亿、5.4 亿、8.1 亿。净利润 1.8 亿，2.7 亿，4.05 亿。

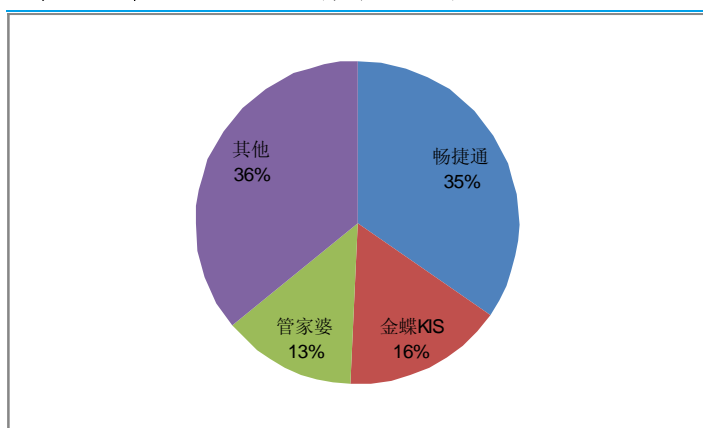
图表20：畅捷通业务盈利预测（单位：亿人民币）



来源：国金证券研究所

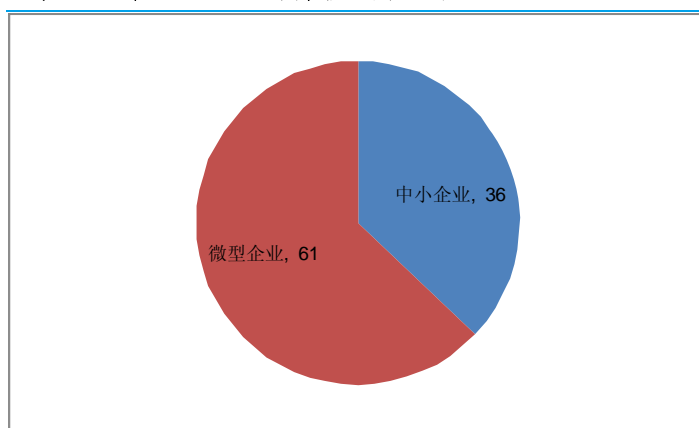
- 传统上，用友通过分销的方式为中小企业提供 T 系列产品。在中小型企业市场占据垄断地位。销售收入超过第二名和第三名的总和。T 系列产品的增长率维持在 30%左右。超高业绩增长来自于云计算模式的碎片化应用。
- 碎片化业务举例。旺铺助手融合电信传统通话业务和企业客户关系管理系统，在用户接听电话的同时，显示来电姓名、交易情况、盈利状况等信息。推广的渠道电信、联通、移动。2012 发展到 100 万用户。每月收费 10 元。绑定在电信的商务套餐中统一收取。电信、联通、移动各覆盖约 300 万中小企业客户，假设渗透率为 30%，即拥有 100 万付费客户。意味着每月可以产生 1000 万现金流，1 年单这一个业务即可带来 1.2 亿收入。

图表21：中小企业传统服务市场格局



来源：国金证券研究所

图表22：中小企业云计算模式市场容量 100 亿



- 整体来看中小企业云计算业务模式的市场规模在 100 亿元左右。云计算渗透率为 50%，微型企业长期使用的付费应用个数为 3 个，每个应用每月收

10 元。小型企业长期使用的付费应用个数为 5 个，每个应用每月收 10 元。则市场容量为 97 亿。

图表23：中小企业云计算业务模式市场容量估算表

| | 数量（万） | 渗透率 | 每月使用费（元） | 市场容量(亿) |
|------|-------|-----|----------|---------|
| 中小企业 | 1200 | 50% | 50 | 36 |
| 微型企业 | 3400 | 50% | 30 | 61 |

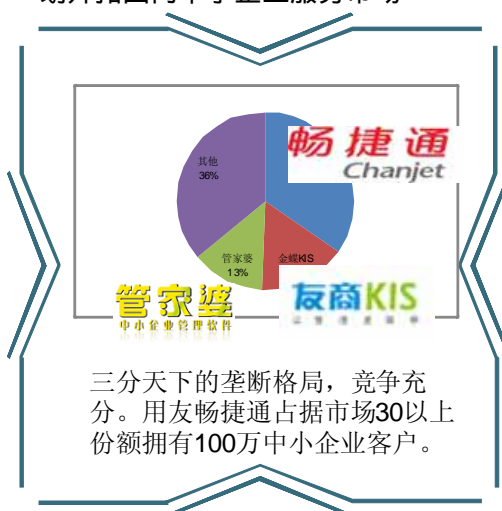
来源：国金证券研究所

- 中小企业的传统服务模式在相当长的一段时间会继续发展，和云计算互为促进，部分应用采用云计算实现，部分业务会继续使用传统软件。

图表24：中小企业传统服务模式分析

潜在的进入者的威胁：
 阿里巴巴携6000万注册用户，进军中小企业管理市场。
 Salesforce作为云计算倡导者和先行者，拥有10万用户。计划开拓国内中小企业服务市场

供应商：
 因为软件开发的特殊性，在中小企业ERP市场，公司可以利用这个开源工具，可以认为没有上游企业。



客户：
 根据国家统计局的数据，符合中小企业定义的公司数量逾4600万家。客户在选择产品之前受同行影响较大。对价格敏感。忠诚度较低。

替代品：
 云计算将是今后10年决定性的力量。单纯的软件将面临云计算大量碎片化应用的冲击。

来源：国金证券研究所

图表25：中小企业信息化模式分析

| 模式 | | 优点 | 缺点 | 分析 |
|---------|------------------|--|---|-------------------------------|
| 以网络销售为主 | 1、独立网上商城 | · 自有品牌 · 控制度高 | · 投入较大 · 推广难度大 · 需要整合物流、支付等多方面资源，对运营要求高 | 自主权高，但初期投入大，推广难度大 |
| | 2、在第三方平台开官方网店 | · 前期成本相对低 · 不需整合其他资源，上线快 · 可借助平台已有人气 | · 控制度相对略低 · 有可能降低自己的形象 | 前期成本低，上线快，但与企业自身的经营体系脱节，无品牌增值 |
| | 3、授权代理商开网店 | · 操作简单 · 无需承担运营风险 | · 控制度低 · 无品牌增值 | · 受制于对方 · 无品牌增值 |
| | 4、向网络零售商供货 | · 省心 · 可借用网商的人气 | · 完全受制于合作方 · 价格管理困难 · 无品牌增值 | |
| 以网络营销为主 | 5、自有门户网站 | · 自有品牌 · 控制度高 | · 仅能起到宣传作用 · 推广难度大 | 与销售脱节 |
| | 6、网络广告、网络实名等网络推广 | · 成本可控 | · 碎片式推广，无聚合效应，无可持续性 | |

来源：国金证券研究所

图表26：中小企业公有云模式

潜在的进入者的威胁：

阿里巴巴携6000万注册用户，进军中小企业管理市场。

Salesforce作为云计算倡导者和先行者，拥有10万用户。计划开拓国内中小企业服务市场

百度凭借巨大流量，将在网络营销中占据一席之地。

供应商：

因为平台的特殊性，在中小企业云可以认为没有上游企业。

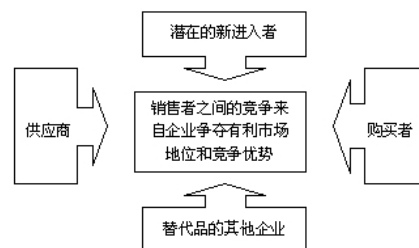


客户：

根据国家统计局的数据，符合中小企业定义的公司数量逾4600万家。客户在选择产品之前受同行影响较大。对价格敏感。对综合平台的依赖程度大。深耕行业者生存。

替代品：

传统小型软件，短期内仍有市场空间。长期来看将向云平台迁移。



来源：国金证券研究所

图表27：主要竞争对手的分析与对比

| 公司 | 用友伟库 | 金蝶友商网 | 阿里巴巴 | Salesforce |
|--------|--|--------------------|--------------------------|------------------------|
| 注册用户数 | 100 万（不包括商街数据） | 突破 100 万 | 超过 6100 万 | 97700 家公司 |
| 活跃用户数 | 10 万 | 付费用户超过 10 万 | 超过 100 万 | -- |
| 主要收入 | 9372.1 万 | | 55.6 亿 | 107.19 亿 |
| 收费应用数量 | 5 个 | 12 个 | -- | -- |
| 增值服务 | 旺铺助手，畅捷支付等 | -- | 广告 | -- |
| 定位 | 全流程电子商务 | | 中介平台。阿里软件失败 | 自定义开发平台 |
| 发展战略 | 1 万个第三方应用，企业的 App Store，扩展到交易信息平台 | 盈利路径不清晰 | 发展付费用友，收取会员费 | 云服务提供商 |
| 渠道策略 | 自主渠道 三大运营商 | 自主渠道+代理 | 自主渠道+代理 | 自主渠道+代理 |
| 优势 | 100 万企业用户可以平滑迁移。与三大运营商合作，推广渠道畅通，盈利分成。活跃分销商 1600 家。 | 以免费的财务记账应用吸引了大量客户。 | 流量大，活跃用户多。形成了规模效应。 | 技术先进，架构灵活。是云计算的先行者。 |
| 不足 | 第三方软件太少。没有吸引到足够的开发者。 | 产业链未打通。没有吸引到足够的开发者 | 阿里软件失败，从交易撮合转型到企业管理难度较大。 | 洋和尚水土不服。联手神州数码，最终铩羽而归。 |

来源：国金证券研究所

■ 风险提示：

- 用友的伟库网，没有纳入上市公司合并报表范围。与上市公司子公司畅捷通之间的业务分成存在相互转移的风险。
- 伟库网作为用友集团旗下的 PAAS 平台，其对第三方开放的程度，独立开发人员的数量可能低于预期。

■ 跟踪反转点：

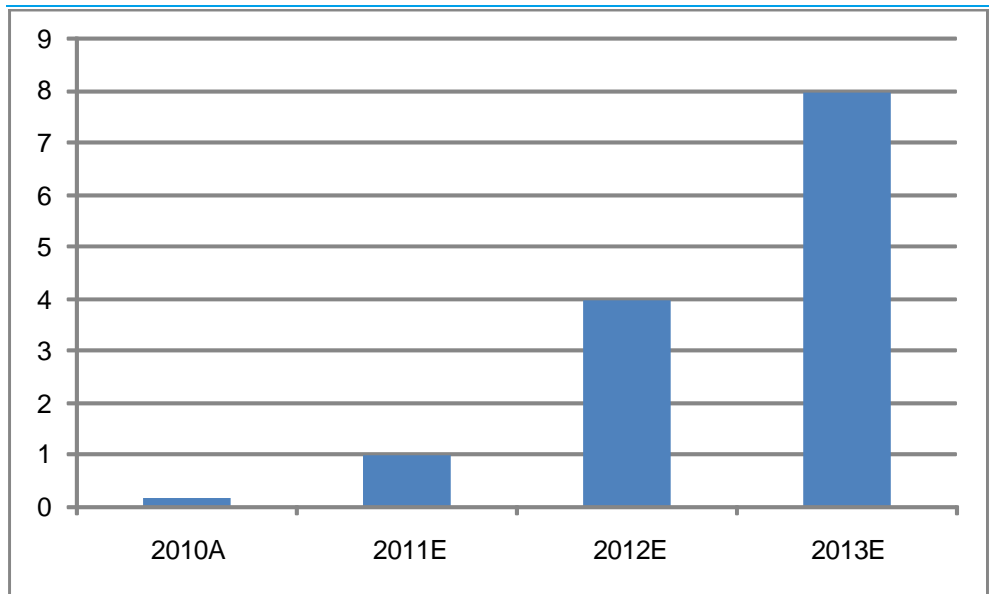
- 旺铺助手业务收费用户突破 20 万。
- 与中国移动或者中国联通签约。

新医改，新机遇——重塑医疗信息化产业格局的明日之星

■ 医疗信息化的推动性力量

- 医疗领域信息化大幕由新医改开始。新医改之前可以说是医疗信息化失去的 20 年。大多数医院到处排队，不能刷卡缴费。足见信息化水平的落后。
- 2009 年新医改从政治高度提出医药卫生事业是重大民生问题。是全面建设小康社会和构建社会主义和谐社会的一项重大任务。提出医疗体系改革的重要性、紧迫性、和艰巨性。新医改总投资 8500 亿，催生了市场容量超 200 亿的医疗信息化市场。

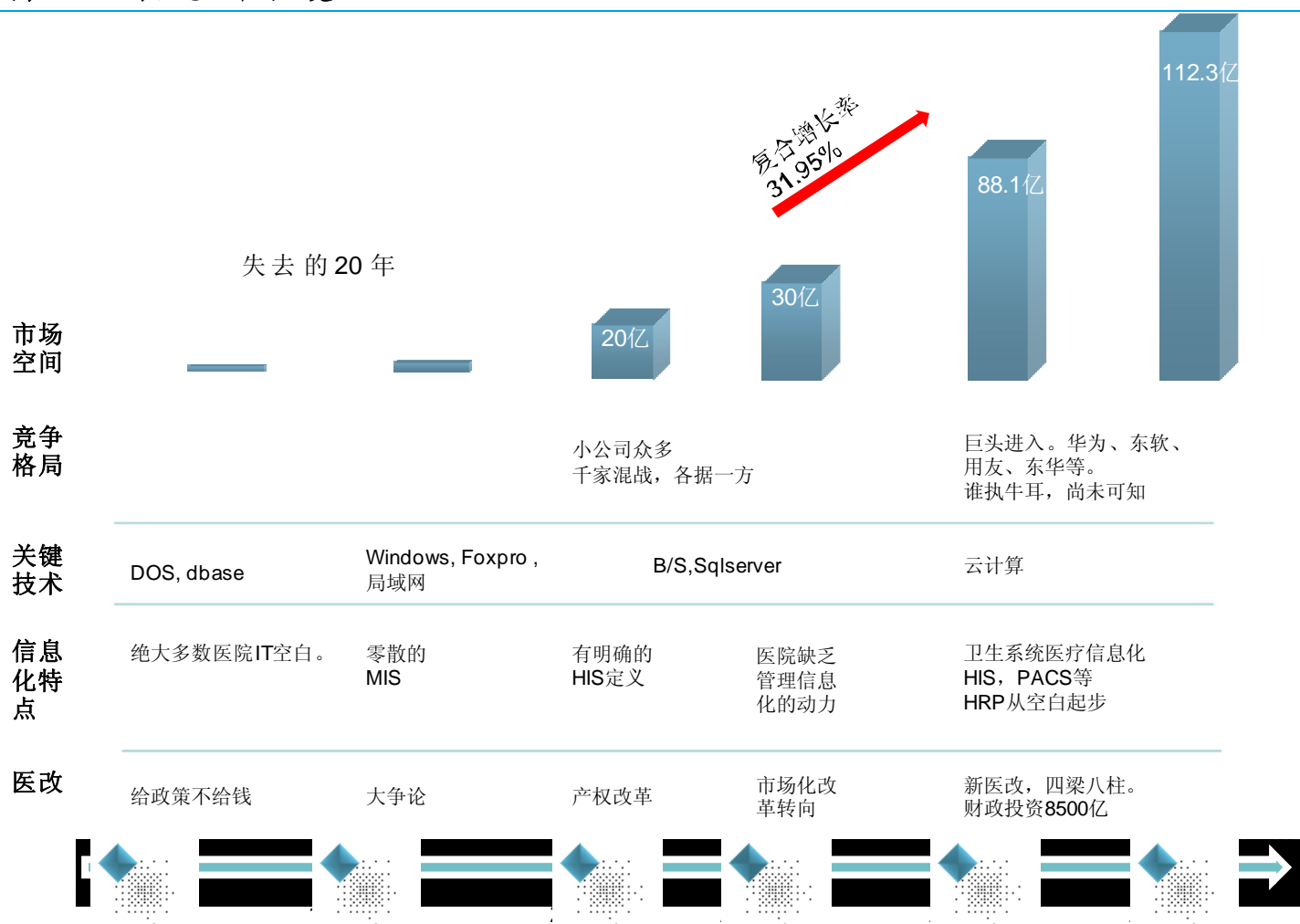
图表28：医疗业务增长预测



来源：国金证券研究所

- 用友医疗必须在未来的两年内，在卫生系统信息化细分市场占据 25% 以上的市场份额，才能参与巨头游戏，并从升级、服务中获益。医疗信息化政府意志坚定，资金投入密集。企业必须持续加大投入，跑马圈地，在未来竞争格局中占据优势地位。

图表29：医疗信息化市场纵览



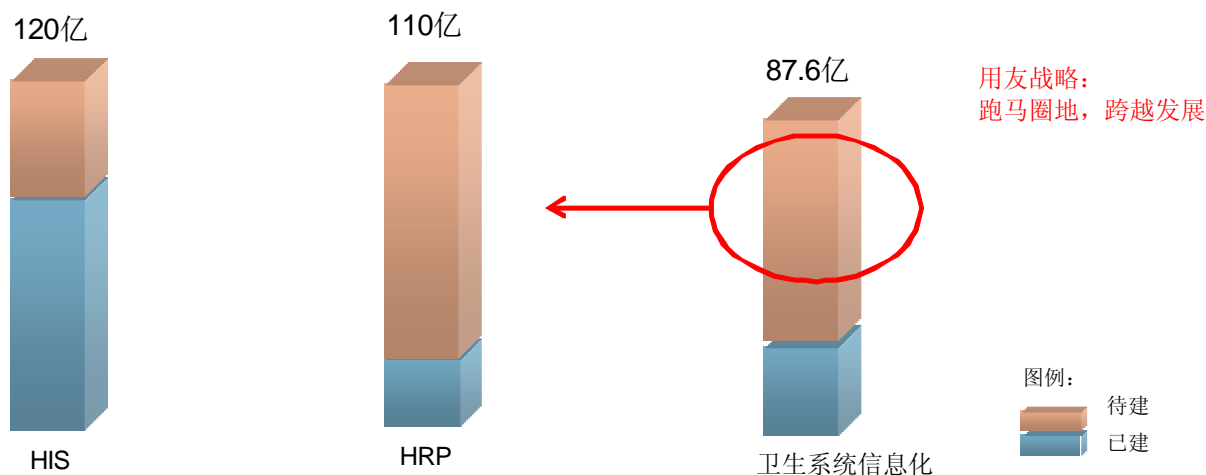
来源：CCW 国金证券研究所综合整理

■ 国务院要求：

- 首次在《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革意见》中，明确提出信息化建设的任务。
- 1 建立实用共享的医药卫生信息系统。**大力推进医药卫生信息化建设。以推进公共卫生、医疗、医保、药品、财务监管信息化建设为着力点，整合资源，加强信息标准化和公共服务信息平台建设，逐步实现统一高效、互联互通。
- 2 加快医疗卫生信息系统建设。**完善以疾病控制网络为主体的公共卫生信息系统，提高预测预警和分析报告能力；以建立居民健康档案为重点，构建乡村和社区卫生信息网络平台；以医院管理和电子病历为重点，推进医院信息化建设；利用网络信息技术，促进城市医院与社区卫生服务机构的合作。
- 3 积极发展面向农村及边远地区的远程医疗。**建立和完善医疗保障信息系统。加快基金管理、费用结算与控制、医疗行为管理与监督、参保单位和个人管理服务是具有复合功能的医疗保障信息系统建设。加强城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗和医疗救助信息系统建设，实现与医疗机构信息系统的对接，积极推广“一卡通”等办法，方便参保(合)人员就医，增加医疗服务的透明度。

- 4 建立和完善国家、省、市三级药品监管、药品检验检测、药品不良反应监测信息网络。建立基本药物供求信息系统。

图表30：医疗信息化市场结构与竞争对手分析



| 市场空间推算 | 级别 | 数量 | HIS | 合计 | HRP | 合计 | | 数量 | 投资额 | 合计 |
|--------|----|------|------|-----|------|-----|---|------|-------|-------|
| | 三甲 | 1000 | 400万 | 40亿 | 300万 | 30亿 | 省 | 34 | 4000万 | 13亿 |
| | 二甲 | 4000 | 200万 | 80亿 | 200万 | 80亿 | 市 | 333 | 2000万 | 66亿 |
| | | | | | | | 县 | 2859 | 100万 | 8.59亿 |

| 竞争格局 | 千家混战的红海 | 从零起步 玩家：东软、用友、万达信息 | 从零起步。巨头觊觎，格局未定。 玩家：用友、华为、东软、东软、万达信息等 |
|------|---------|-----------------------|---|
|------|---------|-----------------------|---|

| 驱动因素 | 内部因素 | 新医改 | 新医改。政府投资的强势拉动。投资密集。 |
|------|------|-----|---------------------|
|------|------|-----|---------------------|

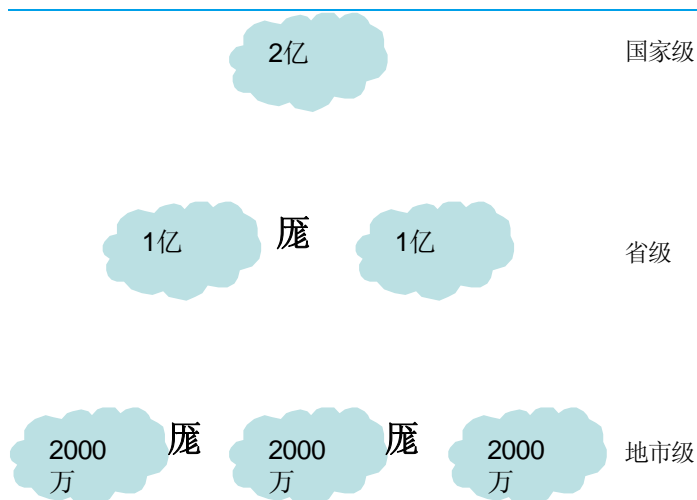
| 信息化特点 | 整合、扩展、分化为主。 单子小，利润薄。 热点PACS，LIS等 | 系统规划 整体提升 拼产品，拼服务 | 整合、互联、云计算 拼平台，拼交付 |
|-------|--|-----------------------------|--------------------------|
|-------|--|-----------------------------|--------------------------|

来源：国金证券研究所综合整理

■ 医疗信息化市场结构

- 包括三大部分，一是传统上 HIS 市场，指的是患者就诊过程的信息化，二是 HRP 医院资源管理，指的是医院财务、人事、采购等等，和企业 ERP 概念相近。三是政府卫生系统信息化，由国家投资和主导。
- 产业界 HIS 概念的众说纷纭，广义的 HIS 医院信息系统，泛指医院所有的信息系统。狭义的 HIS 指医院为患者提供服务的系统，或称前端系统。本文中 HIS 取狭义的概念。市场空间估计均为软件和服务，不包括硬件产品。

图表31: 卫生系统信息化拓扑结构



来源: 卫生部 国金证券研究所综合整理

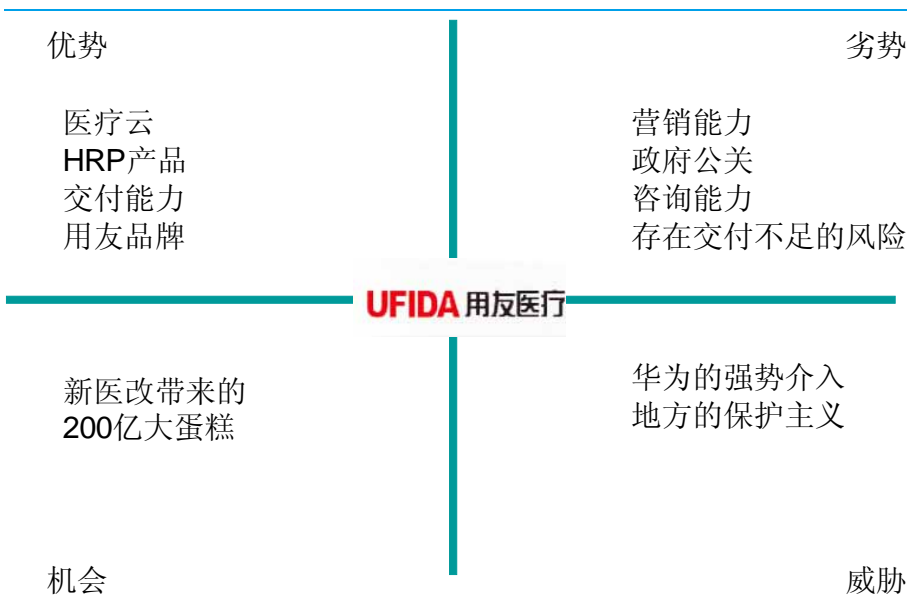
图表32: 综合卫生信息系统管理平台



■ 用友医疗 SWOT 分析

- 面对新医改催生的巨大蛋糕，用友的核心困境在于其交付能力是否能够满足全国范围内各省、各地市大干快上的需要。东软、华为等企业同样面临相同的问题。最终卫生系统信息化领域会形成三国演义或者四强争霸的格局。

图表33: 用友医疗的 SWOT 分析



来源: 国金证券研究所

■ 风险提示:

- 交付能力无法满足快速发展的需要。
- 人员急速扩张可能导致交付质量降低。

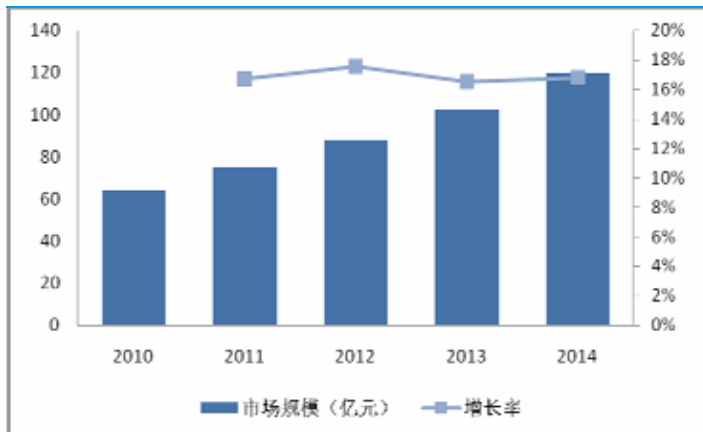
■ 跟踪反转点

- 试点地市上线
- 新地市的合同

重回快车道——大中型企业信息化空间依旧广阔

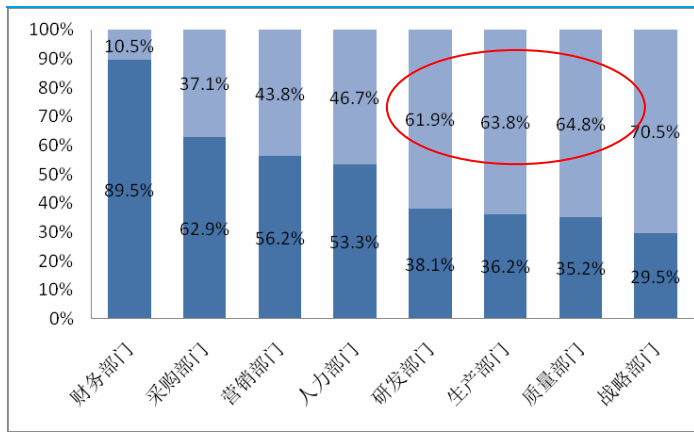
- 推动大中型企业继续投资信息化的原因主要三个，第一，生产、研发、战略、质量等部门的渗透率较低，日益意识到信息化的巨大价值；第二，新技术、新业务模式对企业信息化的拉动。尤其是电子商务、物联网、移动应用等；第三，信息化自身的不断深入，日益引起高层的重视。
- 我们预计用友 NC、U8/9 产品线的市场份额继续在传统领域保持优势，在 PLM、MES、BI 等领域快速增长。综合分析宏观政策、产业及用友的交付能力、考核指标，我们认为用友股份近两年保持 30%-35% 的发展速度。

图表34: ERP 市场的增长趋势



来源: CCID 国金证券研究所

图表35: 企业部门的渗透率 (红圈区域为热点领域)



■ 增长空间分析

- 整体来看，似乎所有的企业好像信息化渗透率非常高，市场通常质疑大中型 ERP 厂商的增长从何而来。但从企业各个部门来看，信息化渗透率和应用水平差别巨大。信息化渗透率低的部门恰恰是信息化投入增加较快的领域。

■ 信息化成熟度分析

- 为了准确全面的反应大中型企业信息化现状，预测其发展趋势，我们采用信息化指数来衡量企业在信息化建设的成熟度。从企业信息化应用状态、应用范围和应用效益三大维度来衡量企业信息化水平。企业信息化成熟度划分为四个阶段：

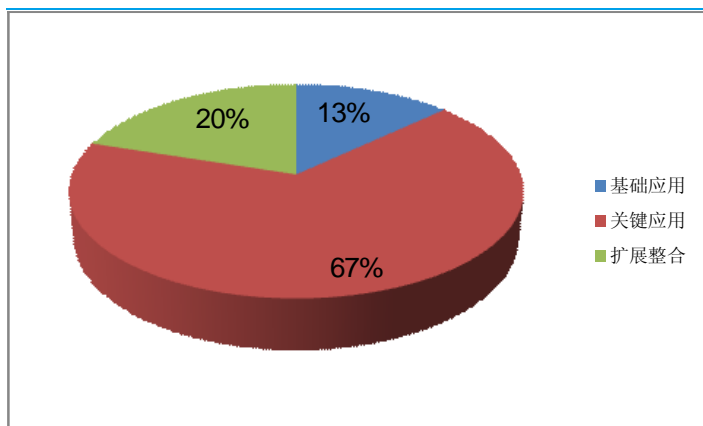
图表36: 企业信息化建设成熟度



来源：国金证券研究所 用友软件

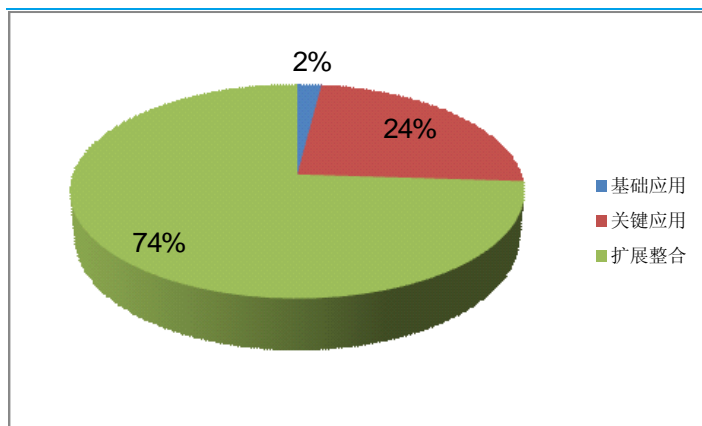
- 中国企业信息化总体处于由基础应用和关键应用向扩展整合与优化升级过渡阶段，信息化指数的提高主要来自于应用范围的大幅扩张。企业信息化发展到高级阶段对总体效益有突破性的提升作用。

图表37: 信息化成熟度较低的企业主要建设关键应用



来源：工信部电子一所 用友软件 国金证券研究所整理

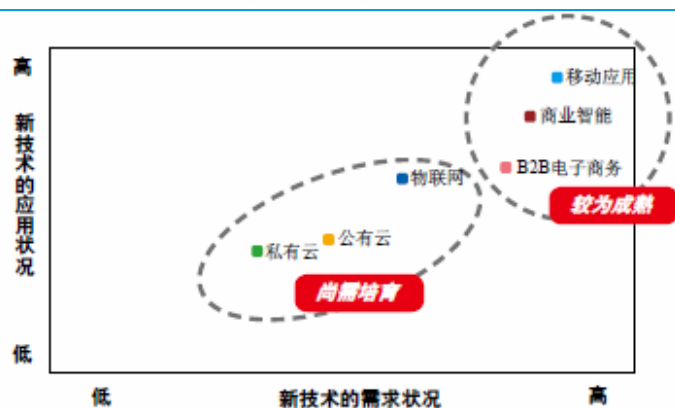
图表38: 信息化成熟度较高的企业主要关注扩展整合



新技术对于大中型企业信息化的影响

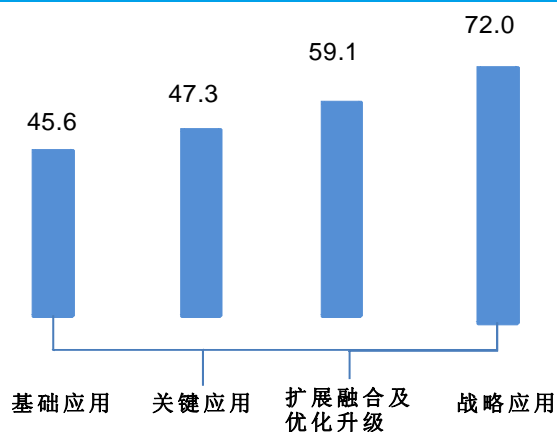
- B2B 电子商务、移动应用和商业智能的用户需求程度及应用程度较高，物联网和云计算的用户需求程度及应用程度一般，其中物联网的用户需求程度及应用程度要高于云计算。从用户需求程度和企业应用两个角度来看，企业对 B2B 电子商务、移动应用和商业智能等新技术认可程度较高，市场发展较为成熟，电子商务已经逐步向全程电子商务过渡发展，而移动应用也逐步向行业纵深方向拓展。比较而言，物联网和云计算等技术和模式还处于市场导入期，还需要进一步的市场培育。

图表39：新技术在大中型企业中的应用状况



来源：国金证券研究所

图表40：决策层对信息化认知普遍提升



■ 决策层的认知

- 企业推进信息化获得效益增长是一个漫长过程，在信息化建设前期往往需要大量的成本投入，而在短期内可能无法获得明显的效益提升；但只要信息化发展水平达到一定阶段，企业总体效益就会实现从量变到质变的飞跃。
- 而决策层可以在战略应用中，切身体会到信息化的价值不仅仅在于提升运营效率，甚至可以帮助企业改变经营的方向。
- 当决策层充分认可信息化价值的时候，企业就会加大在信息化升级、改造、维护等方面的投入。

图表41：大中型企业信息化的热点领域



来源：国金证券研究所

■ 竞争格局与对手

图表42：竞争格局与对手分析

| 公司 | 用友股份 | 金蝶 | SAP | Oracle |
|-------|-------------------|---|--|---|
| 用户规模 | 100 万 | 70 万 | 全球 109,000 位客户，目前 SAP 在中国有 1500 个客户， | 全球 370,000 多名客户 |
| 代理商数量 | 2000-3000 | 2000 多合作伙伴 | -- | -- |
| 市场份额 | 28.3%（ERP 软件领域） | 在最大的管理型 SaaS 行业中，金蝶友商网已经占据了 32.7% 的份额 | 在 Gartner 公司新近发布的 2009 年全球市场份额分析报告中，SAP 以 22.4% 的市场占有率，其中中国产品渗透率只占到 10% 左右 | 2006 全球关系数据库管理系统市场份额报告，甲骨文的市场份额为 47.1%， |
| 优势 | 连续九年摘得 ERP 市场第一桂冠 | 连续六年被评为中国中小企业 ERP 市场占有率第一名（IDC2010 年 5 月） | 稳坐全球商务智能、分析和绩效管理市场头把交椅。 | 是全球排名第一的数据库厂商 |

来源：国金证券研究所

维持高增长——用友政务的历史性发展机遇

■ “十二五”开局之年，电子政务的发展面临历史性的发展机遇。

- 十二五规划以发展服务型政府为目标，重点发展以公众为中心的电子政务，在推进城乡一体化战略和省直管县方面发挥重要的作用；大部制改革的深入，为推进跨部门协同电子政务，促进信息资源共享提供了更大空间；IT技术快速发展将为电子政务建设发挥更大作用。
- 用友政务在财政系统占据垄断地位，十二五期间，市各委办局，县级建设资金管理系统的建设，处于高峰期。全国有 2859 各县，每个县的投入在 40 万左右，单独的县级市场，即由 10 亿的规模。我们预计未来 2 到 3 年用友政务将维持 30-35% 的高速增长。

图表43：电子政务市场发展趋势



来源：国金证券研究所

左手云，右手钟——“用户也许在阿里巴巴上交易，但一定在用友云上工作”

■ 左手云，右手钟

- 云计算带给用友的不仅仅是技术路线的选则和产品的升级换代，而是一种业务模式和服务思想的全面转型。用友云战略首先在中小企业市场破题，启、承、转、合之间这篇大文章已纲举目张，初步完成从传统的软件开发商向云服务提供商的转型。企业也许在阿里巴巴上交易，但一定会在用友云上工作。左手云，右手钟，大幕已经开启。

图表44：用友的每次技术转型都将跃升一个新台阶



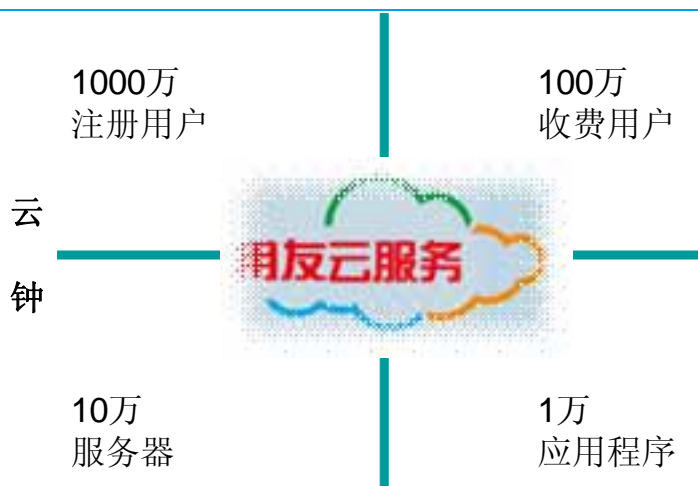
来源：国金证券研究所

图表45：云计算——十年磨一剑



- “云”象征的是不规则的、毫无秩序可言、难以预测的事物，例如自然生态、生物种群行为、人类心理活动，而钟则是精确的、有秩序且高度可预测的，例如自然规律、生物进化论、群体心理学。当我们无法预测数量众多的网民在某一时刻的行为，于是讨巧的使用“云”的概念，让各类服务在云端唾手可得。

图表46：用友云战略



来源：国金证券研究所

- 而“钟”则可以回答许多投资者疑问，为什么看起来很简单的软件，用友能做，其他公司不能做？答案就是背后“钟”一样精密的、复杂的系统的支持。云端各种各样、随时随地的访问。小公司也许可以编写小巧精致的云端应用，但无法构造精密复杂的“钟”式系统。

图表48: S+S 的战略



来源：国金证券研究所

- 用友 PAAS 平台设计用来既能面向支持中小企业客户的公有云，又能为大中型企业用户的私有云提供样板。凝聚用友 10 年得研发和探索，是“云”的支撑，是“钟”的典范。

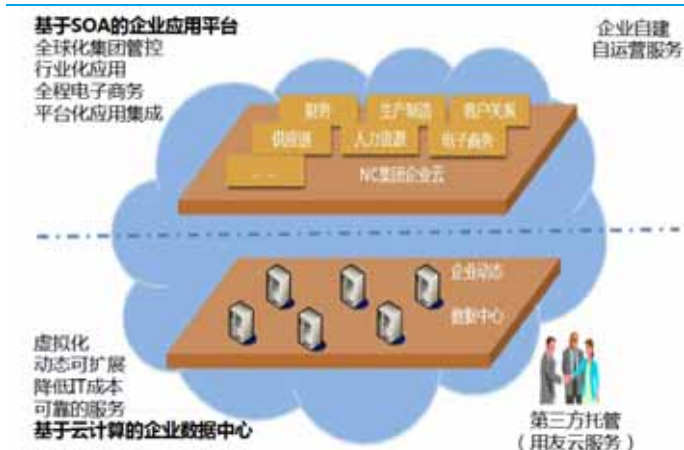
图表49: 用友云PAAS平台



来源：国金证券研究所

- 用友 NC6.0 已经支持云架构，是用友大型企业云的重要组成部分。中小企业云采用公有云的形式，支持“应用商店”，是一个开放的平台。

图表50: 用友大型企业云



来源: 国金证券研究所

图表51: 中小企业云



- 用友政务云和健康云分别代表电子政务和医疗服务的技术发展方向。未来的竞争将演变成平台的竞争。谁拥有了平台，谁就拥有了战略制空权。

图表52: 用友政务云



来源: 国金证券研究所

图表53: 用友健康云

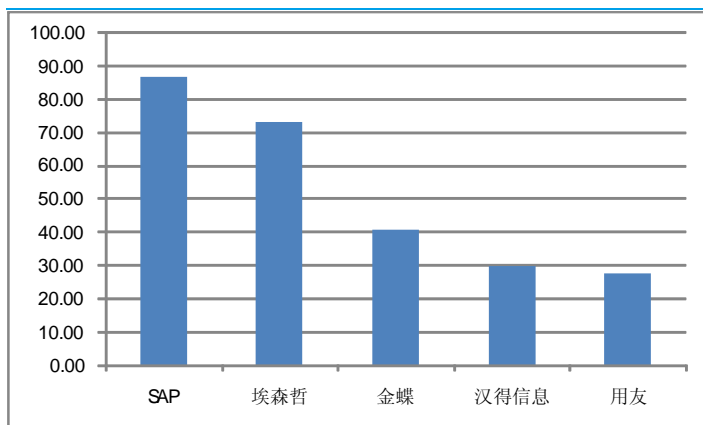


- 20 世纪，全球产业中心在欧洲、北美。欧洲有全球领先的制造业因此孕育了 SAP 和 BAAN，美国有全球领先的服务业孕育了 ORACLE 和 MSFT；21 世纪，中国/亚洲会成为第 3 个新的产业中心。中国市场有机会培育出世界级管理软件及云服务提供商，并带动本土管理软件及云服务产业链的发展，推动民族软件产业、信息产业和现代服务业的发展全球管理软件产业中心的发展
- 云计算浪潮下将会加速这一进程的发展！

财务指标分析——提升人均创利最为关键

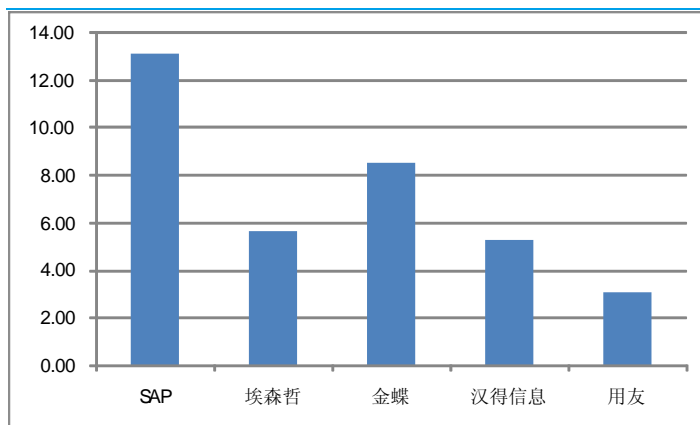
- 和 SAP 相比，用友的人均创收指标和人均创利指标均相差 3 倍。用友软件改善的空间巨大。
- 和 SAP 不同，用友提供从产品到实施的全面的服务。大量的实施人员摊薄了盈利水平。但正因为用友承担了实施工作，快速而准确的响应客户需求，从而获得较高的客户满意度。公司采取分包的方式，降低自由人员在实施方面的成本。从而可以有效的提升人均创利水平。

图表54：人均创收指标



来源：国金证券研究所

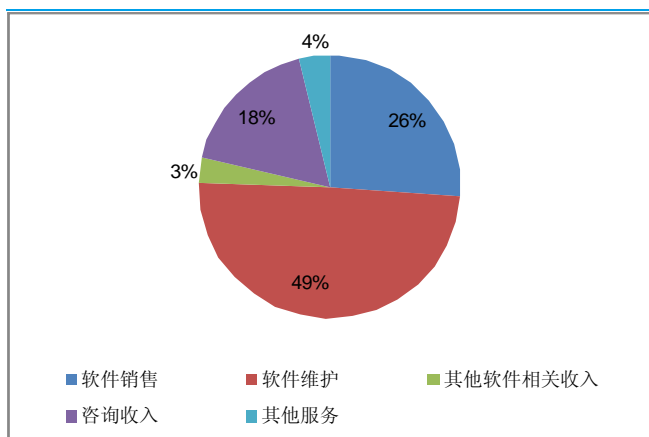
图表55：人均创利指标



改善收入结构

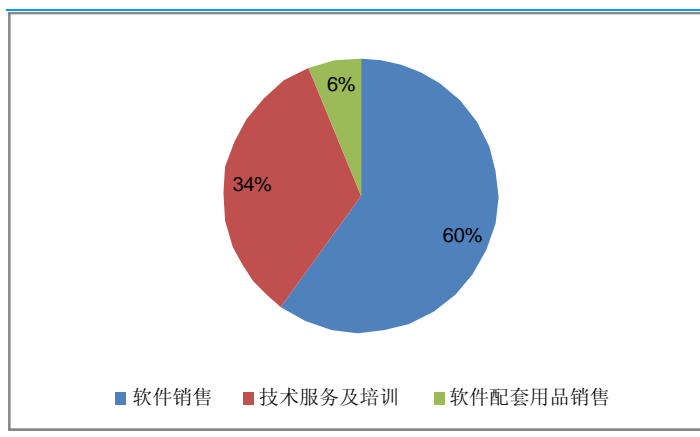
- 成熟市场，软件维护的收入接近 50%。2010 财年 SAP 软件销售收入仅占总收入的 26%。而维护费用高达 49%。中国市场 ERP 厂商的大部分的收入来源依靠软件销售收入。反映了中国 ERP 市场的特点和现状。

图表56：SAP 收入结构（2010 年度）



来源：年报 国金证券研究所

图表57：用友收入结构（2010 年度）



- 随着客户成熟的提高，技术服务、软件支持等收入占比将逐渐提高。用友通过伟库网，为小型企业提供云计算的试点，使云业务与云计算技术协同良性发展。

风险提示

本篇报告的基调是讲清楚用友各个重点业务的增长空间和发展趋势。但企业的发展面临复杂多变的环境，对拥有 1 万多名员工，跨数十个行业，覆盖 200 万大、中、小、微型公司的用友而言，风险如影随行。主要包括：

- 公有云收费用户推广数量达不到预期
 - 综合各方面的数据来看，虽然我们认为云计算已经到了临界点，但仍然存在收费用户数量低于预期的风险。
 - 如产品功能达不到用户的要求、云平台的稳定性、扩展性影响用户的使用等等因素皆可能导致此风险变成现实。
 - 如果短期内未能和中国移动、中国联通签约，则面临较大的风险。
- 人力成本上升
 - 人员成本上升是中国企业普遍面临的问题。从上文分析的人均费用、人均创收、人均创利指标来看，用友有很大的提升空间。紧缩费用、增加员工收入、利用股权激励、提升发展空间等手段综合运用，方能有效规避这一风险。
- 交付能力不足导致无法占领市场
 - 对于短期内爆发的医疗服务市场，这一风险将直接影响未来的竞争格局。
- 大企业病风险。
 - 在于用友的部分代理商、客户交流的时候，大家居然不约而同的认为用友是国企。他们口中的国企意味着效率低下，机构臃肿，人浮于事。用友是不折不扣的股份制公司，为什么有如此评价值得深思。
 - 目前信息化处于加速发展周期，某些领域大鱼吃小鱼，大企业有优势；但在移动互联网时代，快鱼吃慢鱼的现象也不断上演。用友如何持续的保持高增长，是改变市场估值，改变保守形象的关键因素。
 - 企业执行力可能难以达到预期。综合分析而言，市场空间大，技术已经准备好，但能否实现爆发性的增长，还要看企业各个层级是否有昂扬的斗志和坚决的执行力。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 1,726 | 2,347 | 2,979 | 4,022 | 5,246 | 6,931 |
| 增长率 | | 36.0% | 26.9% | 35.0% | 30.5% | 32.1% |
| 主营业务成本 | -212 | -391 | -517 | -755 | -996 | -1,338 |
| %销售收入 | 12.3% | 16.7% | 17.4% | 18.8% | 19.0% | 19.3% |
| 毛利 | 1,513 | 1,956 | 2,462 | 3,267 | 4,250 | 5,594 |
| %销售收入 | 87.7% | 83.3% | 82.6% | 81.2% | 81.0% | 80.7% |
| 营业税金及附加 | -48 | -63 | -81 | -109 | -143 | -189 |
| %销售收入 | 2.8% | 2.7% | 2.7% | 2.7% | 2.7% | 2.7% |
| 营业费用 | -779 | -1,050 | -1,359 | -1,528 | -1,941 | -2,565 |
| %销售收入 | 45.1% | 44.7% | 45.6% | 38.0% | 37.0% | 37.0% |
| 管理费用 | -566 | -658 | -897 | -1,046 | -1,427 | -1,871 |
| %销售收入 | 32.8% | 28.1% | 30.1% | 26.0% | 27.2% | 27.0% |
| 息税前利润（EBIT） | 121 | 184 | 124 | 584 | 739 | 969 |
| %销售收入 | 7.0% | 7.9% | 4.2% | 14.5% | 14.1% | 14.0% |
| 财务费用 | 8 | 11 | 1 | 34 | 72 | 93 |
| %销售收入 | -0.5% | -0.5% | -0.1% | -0.9% | -1.4% | -1.3% |
| 资产减值损失 | -7 | -9 | -22 | -12 | -4 | -5 |
| 公允价值变动收益 | -76 | 49 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 204 | 244 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| %税前利润 | 43.7% | 36.2% | 2.6% | 1.5% | 1.2% | 0.9% |
| 营业利润 | 250 | 479 | 113 | 616 | 817 | 1,067 |
| 营业利润率 | 14.5% | 20.4% | 3.8% | 15.3% | 15.6% | 15.4% |
| 营业外收支 | 218 | 195 | 235 | 50 | 50 | 50 |
| 税前利润 | 468 | 674 | 348 | 666 | 867 | 1,117 |
| 利润率 | 27.1% | 28.7% | 11.7% | 16.6% | 16.5% | 16.1% |
| 所得税 | -60 | -60 | -2 | -67 | -87 | -112 |
| 所得税率 | 12.9% | 8.9% | 0.5% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润 | 408 | 614 | 346 | 599 | 781 | 1,005 |
| 少数股东损益 | 12 | 20 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 归属于母公司的净利润 | 395 | 594 | 332 | 585 | 767 | 991 |
| 净利率 | 22.9% | 25.3% | 11.1% | 14.6% | 14.6% | 14.3% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 408 | 614 | 346 | 599 | 781 | 1,005 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 71 | 77 | 107 | 113 | 98 | 94 |
| 非经营收益 | -194 | -332 | -28 | 1 | -50 | -50 |
| 营运资金变动 | 46 | 33 | 50 | 848 | 529 | 734 |
| 经营活动现金净流 | 330 | 392 | 475 | 1,561 | 1,358 | 1,784 |
| 资本开支 | -51 | -259 | -297 | 818 | -185 | -186 |
| 投资 | -144 | 24 | -393 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 179 | 243 | 13 | 10 | 10 | 10 |
| 投资活动现金净流 | -16 | 8 | -677 | 827 | -175 | -176 |
| 股权募资 | 56 | 281 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 350 | -216 | 0 | 1 |
| 其他 | -238 | -150 | -387 | -18 | -326 | -424 |
| 筹资活动现金净流 | -183 | 131 | -36 | -234 | -326 | -423 |
| 现金净流量 | 132 | 531 | -239 | 2,154 | 857 | 1,185 |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1,085 | 1,625 | 1,398 | 3,552 | 4,409 | 5,594 |
| 应收款项 | 365 | 573 | 960 | 605 | 789 | 1,043 |
| 存货 | 14 | 12 | 18 | 19 | 25 | 33 |
| 其他流动资产 | 65 | 6 | 11 | 10 | 12 | 15 |
| 流动资产 | 1,529 | 2,215 | 2,387 | 4,185 | 5,235 | 6,685 |
| %总资产 | 49.6% | 58.0% | 50.1% | 74.1% | 76.6% | 79.3% |
| 长期投资 | 285 | 57 | 134 | 135 | 134 | 134 |
| 固定资产 | 548 | 668 | 901 | 990 | 1,176 | 1,360 |
| %总资产 | 17.8% | 17.5% | 18.9% | 17.5% | 17.2% | 16.1% |
| 无形资产 | 712 | 840 | 1,295 | 335 | 291 | 253 |
| 非流动资产 | 1,555 | 1,604 | 2,379 | 1,462 | 1,602 | 1,749 |
| %总资产 | 50.4% | 42.0% | 49.9% | 25.9% | 23.4% | 20.7% |
| 资产总计 | 3,084 | 3,820 | 4,766 | 5,647 | 6,837 | 8,434 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 205 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 622 | 692 | 1,170 | 1,410 | 1,847 | 2,447 |
| 其他流动负债 | 319 | 500 | 660 | 1,236 | 1,624 | 2,149 |
| 流动负债 | 941 | 1,192 | 2,035 | 2,646 | 3,470 | 4,596 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 150 | 150 | 150 | 151 |
| 其他长期负债 | 23 | 14 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 964 | 1,206 | 2,200 | 2,796 | 3,620 | 4,747 |
| 普通股股东权益 | 2,088 | 2,581 | 2,526 | 2,796 | 3,149 | 3,605 |
| 少数股东权益 | 33 | 33 | 40 | 54 | 68 | 82 |
| 负债股东权益合计 | 3,084 | 3,820 | 4,766 | 5,647 | 6,837 | 8,434 |

比率分析

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.847 | 0.946 | 0.407 | 0.717 | 0.939 | 1.215 |
| 每股净资产 | 4.473 | 4.110 | 3.095 | 3.426 | 3.859 | 4.417 |
| 每股经营现金净流 | 0.779 | 0.637 | 0.600 | 1.912 | 1.665 | 2.186 |
| 每股股利 | 1.000 | 0.300 | 0.220 | 0.387 | 0.507 | 0.656 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 18.94% | 23.01% | 13.14% | 20.93% | 24.34% | 27.50% |
| 总资产收益率 | 12.82% | 15.54% | 6.97% | 10.36% | 11.21% | 11.75% |
| 投入资本收益率 | 4.91% | 6.43% | 4.23% | 17.51% | 19.75% | 22.72% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 27.18% | 36.01% | 26.92% | 35.01% | 30.45% | 32.12% |
| EBIT增长率 | -1.77% | 52.80% | -32.64% | 369.68% | 26.62% | 31.13% |
| 净利润增长率 | 9.70% | 50.14% | -44.07% | 76.25% | 30.99% | 29.32% |
| 总资产增长率 | 2.52% | 23.84% | 24.78% | 18.48% | 21.08% | 23.35% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 40.7 | 61.4 | 85.2 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 存货周转天数 | 17.4 | 12.2 | 10.6 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 应付账款周转天数 | 44.0 | 55.9 | 92.6 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 固定资产周转天数 | 107.9 | 78.7 | 65.2 | 47.2 | 35.2 | 25.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -54.03% | -62.18% | -40.64% | ##### | ##### | ##### |
| EBIT利息保障倍数 | -14.6 | -17.0 | -83.3 | -17.0 | -10.3 | -10.4 |
| 资产负债率 | 31.26% | 31.58% | 46.16% | 49.52% | 52.95% | 56.28% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0 | 2 | 3 | 9 | 15 |
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.00 | 1.13 | 1.12 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室