

用友软件 (600588.SH)

软件行业

评级：买入 维持评级

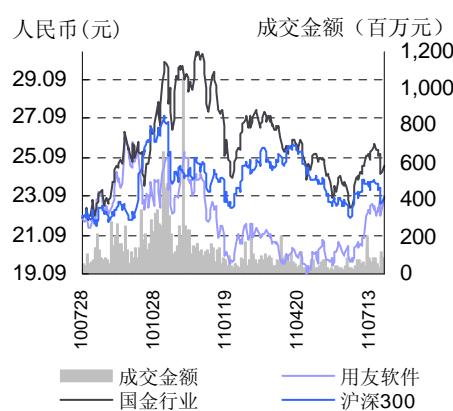
公司研究

市价（人民币）：22.69元
目标（人民币）：29.00元

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)	18,515.74
年内股价最高最低(元)	26.11/19.09
沪深 300 指数	2981.00
上证指数	2708.78



相关报告

- 1.《左手云，右手钟，再现王者之风》，
2011.7.8

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

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

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

SaaS一小步，用友一大步——云的梦想

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

- 本篇报告是《左手云、右手钟，再现王者之风》系列的第二篇，着眼点在于指出中小企业信息化的发展方向。短期来看，纯云端的应用依然面临用户使用习惯、对安全问题的担忧等等困扰，几年以来用户数量徘徊于“万”数量级。而用友创造性提出云+端模式既能兼顾中小企业用户的使用习惯又能发挥云计算的诸多优势，因此更具备爆发张力和发展空间，其用户当以“百万”来计量。
- 中小企业信息化市场，因为其 4000 多万的庞大基数，一直以来为各大 IT 公司垂涎。但自 2000 年以来，两度沉浮，鲜有在此市场上取的决定性成功的企业。用友凭借对中小企业洞察入微的理解，移植互联网基因，碎片化企业应用，大力推广公共云服务，将在这个百亿级别的市场，再执牛耳。
- 云计算真正繁荣的标志是 SaaS，我国正处于信息化与工业化深度融合的阶段：将企业的上下游完全打通为重点。这个阶段需要通过各种各样的碎片化应用来彻底改变信息流、资金流割裂的状态，需要大量的随手可用、永远在线、底层互联“小”软件。SaaS 的出现将对此产生彻底性的变革。子公司探索 SaaS 的小一步，都将是用友“云战略”的一大步。

投资建议与估值

- 用友软件 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。

内容目录

中小企业信息化——寻寻觅觅的十年后，依然在灯火阑珊处	3
一直被关注，从未被满足	3
打通中小企业的信息化的任督二脉	4
用友中小企业云战略三部曲	5
扩大用户基数	5
扩展服务类型	5
提升 ARPU 值	5
风险提示	7
录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：中小企业信息化潮起潮落，一直被关注从未被满足	3
图表 2：整合销售渠道，采购渠道，建立全程电子化的数字神经网络	4
图表 3：用友中小企业公共云战略三部曲	5
图表 4：符合长尾理论的互联网经济模式	6
图表 5：成长曲线和关键里程碑	6

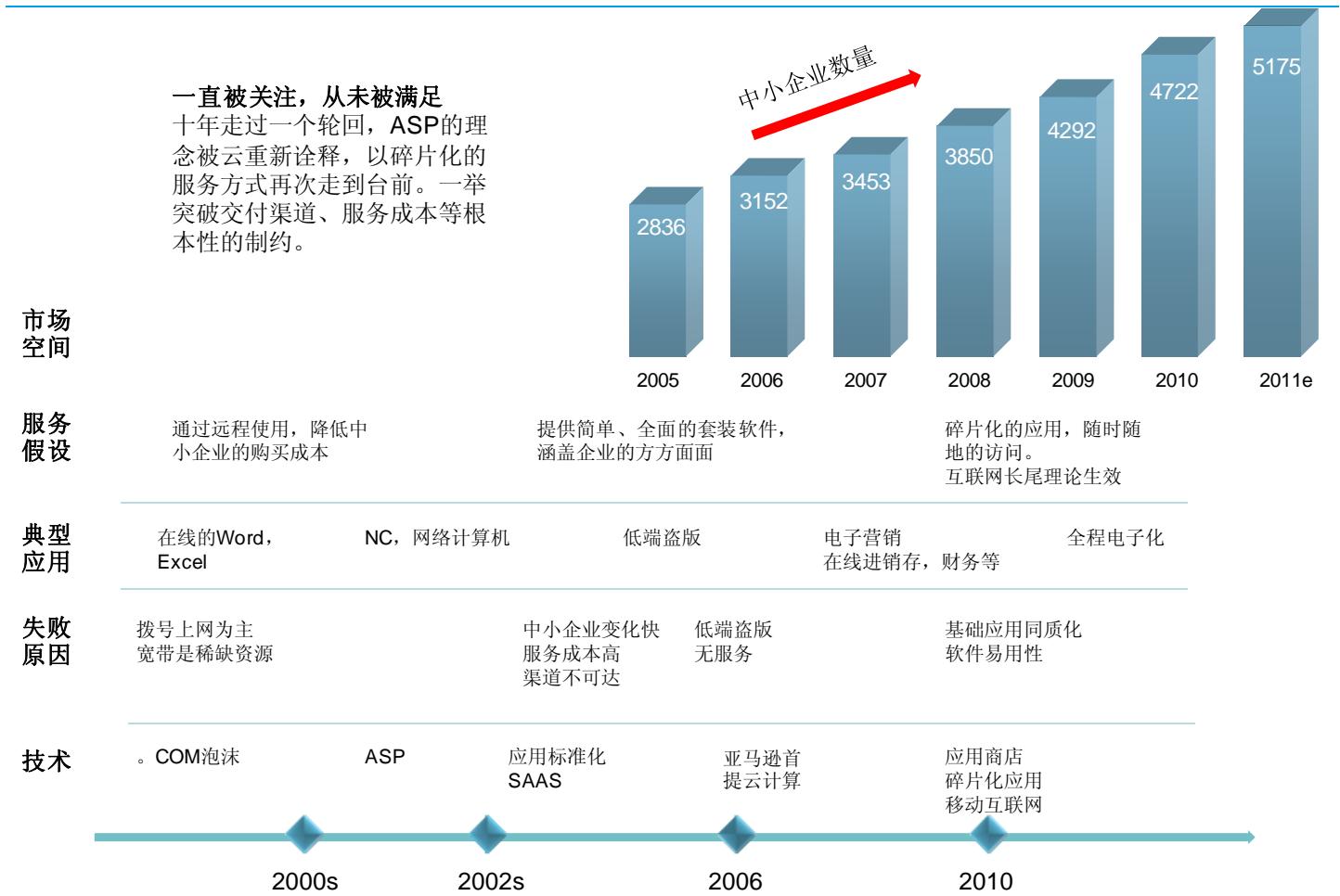
中小企业信息化——寻寻觅觅的十年后，依然在灯火阑珊处

- 中小企业以其庞大的数量，一直令大型 IT 服务公司垂涎。但自 2000 年以来，我亲身经历了三次中小企业信息化浪潮。前两次皆无功而返，鲜有仅为中小企业服务，就能成就一家公司的例子。我们首先回顾中小企业的 2 次信息化浪潮，剖析成败原因。

一直被关注，从未被满足

- 2000 年前后，正值.COM 泡沫顶峰，ISP, ICP, ASP 等等概念层出不穷。尤以 ASP 概念因为有微软、IBM、SUN 等公司力推，而领一时之风骚。随着.COM 泡沫破裂，ASP 也偃旗息鼓。实际上 ASP 初衷就是利用互联网降低中小企业的首次采购成本，通过远程租用的模式，提供计算服务。可惜当时带宽严重不足，以失败而告终。

图表1：中小企业信息化潮起潮落，一直被关注从未被满足



来源：国金证券研究所根据公开资料综合整理

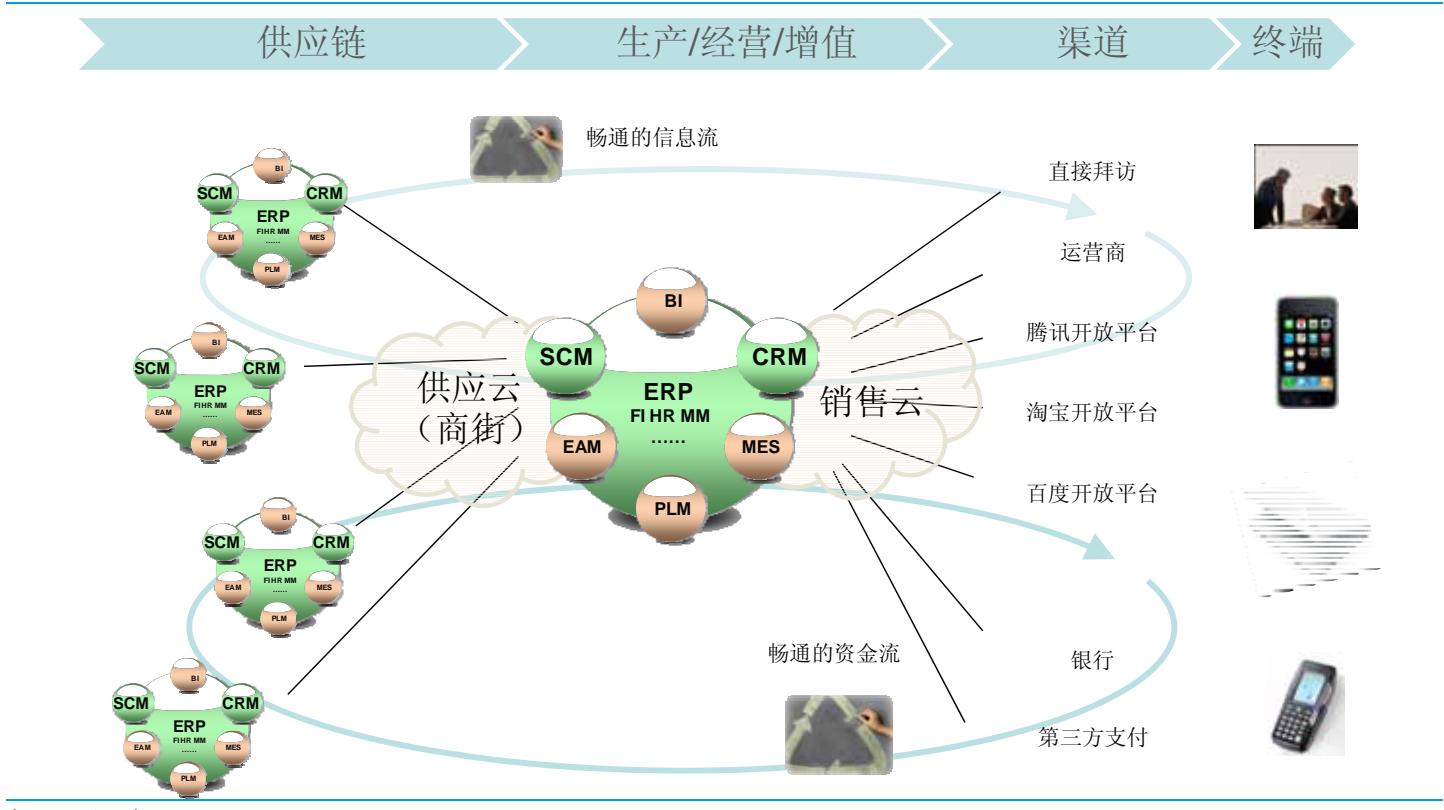
- 2002 年以后，人们试图为中小企业提供一揽子的解决方案，软件简单、全面、标准化。这种方式也有两个先天缺陷。一是实际上没有全面的解决方案。第二中小企业的服务性要求，并不比大企业少，而且业务发展、需求变化更快。综合来看，为数量庞大的中小企业提供信息化服务，成了赔本赚吆喝。也黯然收场。
- 2006 年，亚马逊首先提出了云计算的概念，一时间中小企业信息化柳暗花明。通过云的形式，提供中小企业所必须的服务。这一创新的模式突破了物理限制，通过互联网渠道，可以接触到大量的中小企业。

- 但期间也出现反复，把桌面应用 copy 到云端，就叫云计算了吗？用户有什么动力把在本地用的好好的应用，放到网上呢？阿里软件的失败，即为此做了很好的注脚。
 - 经历反复试错，人们终于明白，第一，用标准化软件服务中小企业是行不通的。第二，必须找到低成本提供服务的方式，否则就不要碰中小企业市场。随着互联网带宽的普及、电子商务对中小企业上网的教育、终端革命，移动互联网兴起，苹果 AppStore 成功效应等等因素风云际会，基于云计算的碎片化应用（AppStore 模式）成为解决中小企业信息化的终极武器。

打通中小企业的信息化的任督二脉

- 现在中小企业的面临的商业环境和十年前已经大不相同。接触的用户的渠道更为多元化，在传统的拜访、电话等形式依然占据主流的情况下，线上渠道在发挥着越来越重要的作用。如何整合各种渠道的相关信息，产生协同效应，是中小企业做生意面临的首要问题。
 - 中小企业普遍存在企业内部信息化水平较低的问题。受益于 B2B、C2C 等电子商务平台的发展，营销端信息化水平较高，信息通畅。但信息流在企业内部流转中断，更难以向下游流动。
 - 相较信息流而言，资金流信息化程度更低。大型银行缺乏为中小企业提供服务的动力，这也成为制约中小企业进一步提升信息化水平的关键因素。

图表2：整合销售渠道，采购渠道，建立全程电子化的数字神经网络



来源：国金证券研究所

- 谁能率先解决中小企业信息流、资金流的全程畅通，如同打通人体之任督二脉，谁将在未来的竞争中立于不败之地。

用友中小企业云战略三部曲

扩大用户基数

- 为中小企业提供信息化服务，不能一蹴而就。当下最主要的任务就是扩大用户的基数。从1万到10万、20万、50万、100万、200万。在云战略的第一个阶段，用户数是衡量公司价值的唯一指标。第一阶段的关键应用就是旺铺助手，其他应用如果无法获得强力的渠道支持，拓展速度无法和旺铺助手相提并论。

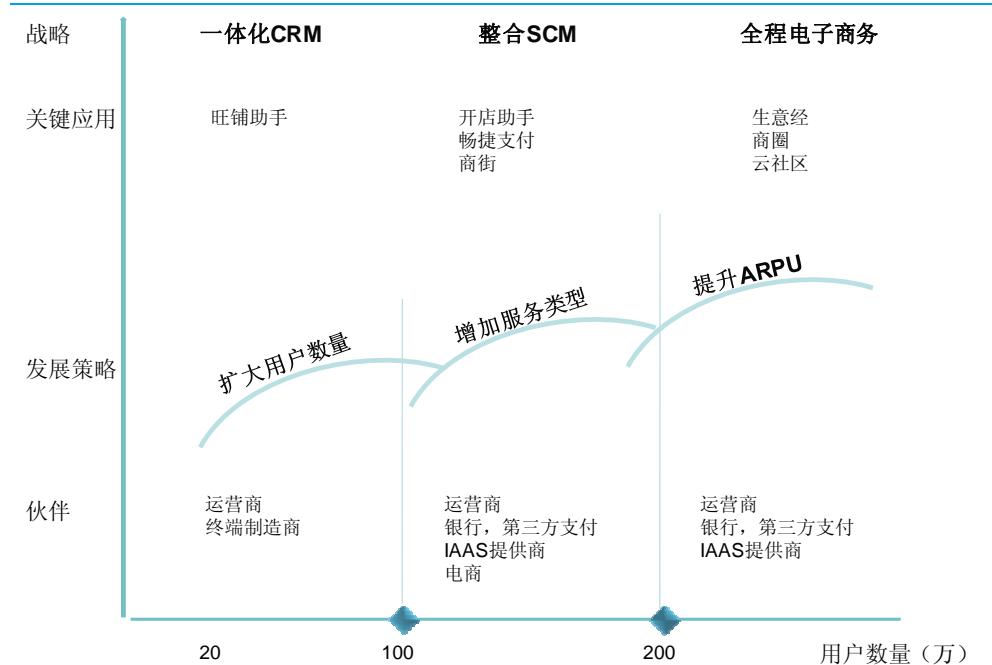
扩展服务类型

- 用户数突破100万，即进入云战略的第二阶段，从一体化的CRM到整合的SCM，打通企业上下游的信息流。借助畅捷支付应用，打通企业资金流，使资金流和信息流同步。此阶段的关键应用包括畅捷支付、开店助手、商街等。

提升ARPU值

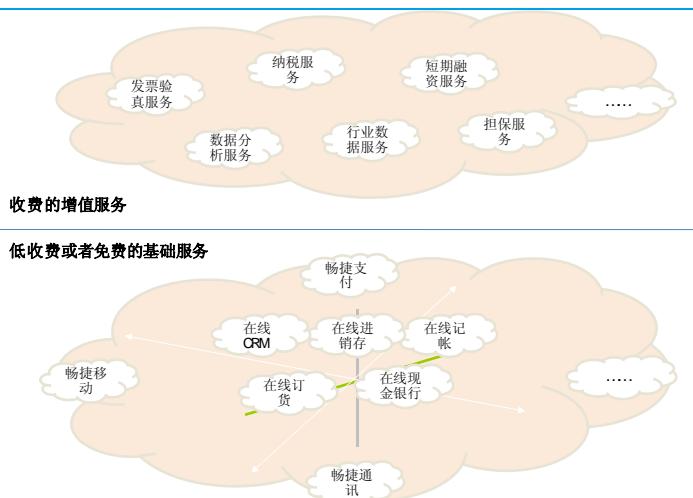
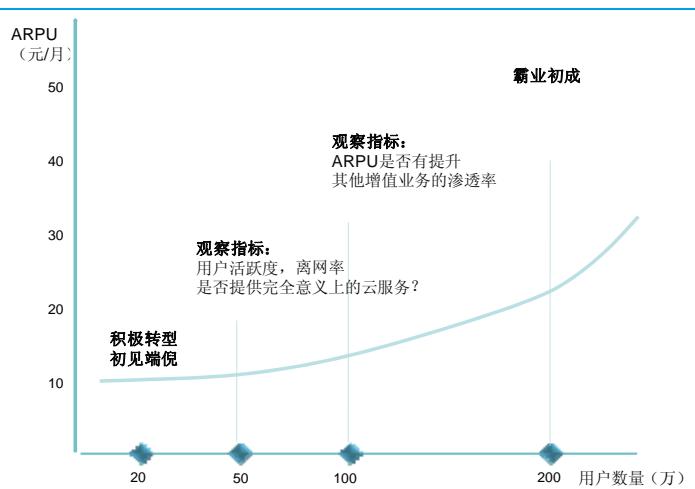
- 云战略的第三阶段即达到王文京董事长提出的全程电子商务的状态。不但为企业提供上游、下游及自身的信息化服务，还可以协助企业开展业务。这个阶段的关键应用包括商圈、社区等。完全过渡到全程电子商务企业。

图表3：用友中小企业公共云战略三部曲



来源：国金证券研究所

- 以旺铺助手为门户，整合畅捷支付、碎片化ERP、CRM、SCM等传统软件，基本功能以低廉甚至免费的形式提供给用户，而利用增值服务来实现盈利。这就是典型的互联网经济，用友将转变为具备互联网精神的开放平台。对用友的估值方法将彻底改变。
- 观察用友是否转型成功的关键指标就是旺铺助手的用户数量和ARPU值。在业务发展之初，重点是关心用户数量指标。后期则重点关注ARPU指标。

图表4：符合长尾理论的互联网经济模式

图表5：成长曲线和关键里程碑


来源：国金证券研究所

- 作为严谨的行业分析师，我们虽然可以预测用友的转型之路，但不可妄下结论。现在称用友是一个平台，还为时尚早。还没有达到第一个里程碑目标之前，随时可能出现各类风险。关于风险的描述请参见最后一节。我们将紧密观察指标，并在第一时间通知市场。

风险提示

本篇报告立足中小企业信息化产业发展，论述新模式、新技术对这一市场的影响和未来趋势。用友公司结合公司实际经营，选择的发展路径未必和本报告相符。

- 存在旺铺助手用户推广数量达不到预期的风险
 - 如产品易用性达不到用户的预期、云平台的稳定性、扩展性影响用户的体验等等因素皆可能导致此风险变成现实。
 - 如果不能顺利的扩大渠道合作伙伴，则面临较大的风险。
- 存在向云服务迁移的风险。目前应用较多的旺铺助手是单机版。没有提供云计算能力。升级可能带来用户的迁移风险。
- 存在竞争对手的快速行动引起竞争态势变化的风险
 - 谁能快速的抢占中小企业云计算的门户，谁将在云时代获得决定性优势，一如用友曾经在传统企业ERP市场的客户规模优势。
 - 本报告无法排除竞争对手快速行动的风险。综合各种信息来看，用友只有半年的领先优势，行动稍缓，则有被超越的可能。
- 报告符合性的风险。
 - 本篇报告资料来源于公开信息和相关人员的访谈。因沟通中普遍存在的信息失真现象，和真实商业环境中的变化，本报告描述的战略路径未必符合上市公司的实际选择。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		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%		货币资金	1,085	1,625	1,398	3,552	4,409	5,594
主营业务成本	-212	-391	-517	-755	-996	-1,338	应收账款	365	573	960	605	789	1,043
%销售收入	12.3%	16.7%	17.4%	18.8%	19.0%	19.3%	存货	14	12	18	19	25	33
毛利	1,513	1,956	2,462	3,267	4,250	5,594	其他流动资产	65	6	11	10	12	15
%销售收入	87.7%	83.3%	82.6%	81.2%	81.0%	80.7%	流动资产	1,529	2,215	2,387	4,185	5,235	6,685
营业税金及附加	-48	-63	-81	-109	-143	-189	%总资产	49.6%	58.0%	50.1%	74.1%	76.6%	79.3%
%销售收入	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期投资	285	57	134	135	134	134
营业费用	-779	-1,050	-1,359	-1,528	-1,941	-2,565	固定资产	548	668	901	990	1,176	1,360
%销售收入	45.1%	44.7%	45.6%	38.0%	37.0%	37.0%	%总资产	17.8%	17.5%	18.9%	17.5%	17.2%	16.1%
管理费用	-566	-658	-897	-1,046	-1,427	-1,871	无形资产	712	840	1,295	335	291	253
%销售收入	32.8%	28.1%	30.1%	26.0%	27.2%	27.0%	非流动资产	1,555	1,604	2,379	1,462	1,602	1,749
息税前利润 (EBIT)	121	184	124	584	739	969	%总资产	50.4%	42.0%	49.9%	25.9%	23.4%	20.7%
%销售收入	7.0%	7.9%	4.2%	14.5%	14.1%	14.0%	资产总计	3,084	3,820	4,766	5,647	6,837	8,434
财务费用	8	11	1	34	72	93	短期借款	0	0	205	0	0	0
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.3%	应付款项	622	692	1,170	1,410	1,847	2,447
资产减值损失	-7	-9	-22	-12	-4	-5	其他流动负债	319	500	660	1,236	1,624	2,149
公允价值变动收益	-76	49	0	0	0	0	流动负债	941	1,192	2,035	2,646	3,470	4,596
投资收益	204	244	9	10	10	10	长期贷款	0	0	150	150	150	151
%销售收入	43.7%	36.2%	2.6%	1.5%	1.2%	0.9%	其他长期负债	23	14	15	0	0	0
%税前利润	43.7%	36.2%	2.6%	1.5%	1.2%	0.9%	负债	964	1,206	2,200	2,796	3,620	4,747
营业利润	250	479	113	616	817	1,067	普通股股东权益	2,088	2,581	2,526	2,796	3,149	3,605
营业利润率	14.5%	20.4%	3.8%	15.3%	15.6%	15.4%	少数股东权益	33	33	40	54	68	82
营业外收支	218	195	235	50	50	50	负债股东权益合计	3,084	3,820	4,766	5,647	6,837	8,434
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	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							

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	3	5	10	17
买入	0	1	1	2	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.20	1.18	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-08	买入	22.25	29.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所

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形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