

## 用友软件 (600588.SH)

## 软件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币): 22.88 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)	805.14
总市值(百万元)	18,670.79
年内股价最高最低(元)	26.11/19.09
沪深 300 指数	2834.25
上证指数	2559.47



## 相关报告

- 《用友软件系列研究报告之二》, 2011.7.29
- 《左手云,右手钟,再现王者之风》, 2011.7.8

## 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

## 业绩简评

- 用友上半年实现净利润 1.13 亿元, EPS0.136 元, 同比增长 320%, 我们结合行业模型判断公司收入预计增长将超过 60%; 行业上半年增值税尚未退还, 实际公司业绩预计将超 600%大幅超预期。

## 经营分析

- 用友就是标杆, 看的就是增长。长期来看, 我们坚定的认为其增长的核心动力来自于国内信息化广阔的市场空间、业务规模的持续扩大、收入结构的不断优化以及交付能力的大幅提升; 来自于管理团队带领公司走向百亿营收的历史使命感和坚忍不拔的意志。
- 最早懂财务, 过去懂管理, 现在懂行业: 医疗行业借助新医改东风将维持 70%-90%的增长速度, 汽车行业增速在 50%左右; 政务、烟草行业保持 30%到 35%的增长率; 大中型企业市场增长率在 30%到 35%之间, 而小型市场市场增长率将超过 50%。
- 从卖软件到做云运营: 云计算为用友提供了千载难逢的机会, “云+端”战略, 结合用友软件优势, 利用云服务模式, 为行业客户、大中型企业、小型企业提供全面的云平台建设、运营服务。我们预计云战略首先在中小企业市场破题, 企业也许在阿里巴巴上交易, 但一定在用友云上工作。

## 投资建议

- 我们预计 11-13 年 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。

易欢欢

联系人

(8621)61038267  
yihh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130511030008

## 用友的业务布局及发展空间

### 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1：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2：用友的产品和解决方案覆盖广泛的客户群



图表3：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	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	企业服务	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	企业服务	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	企业服务	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。

## 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。

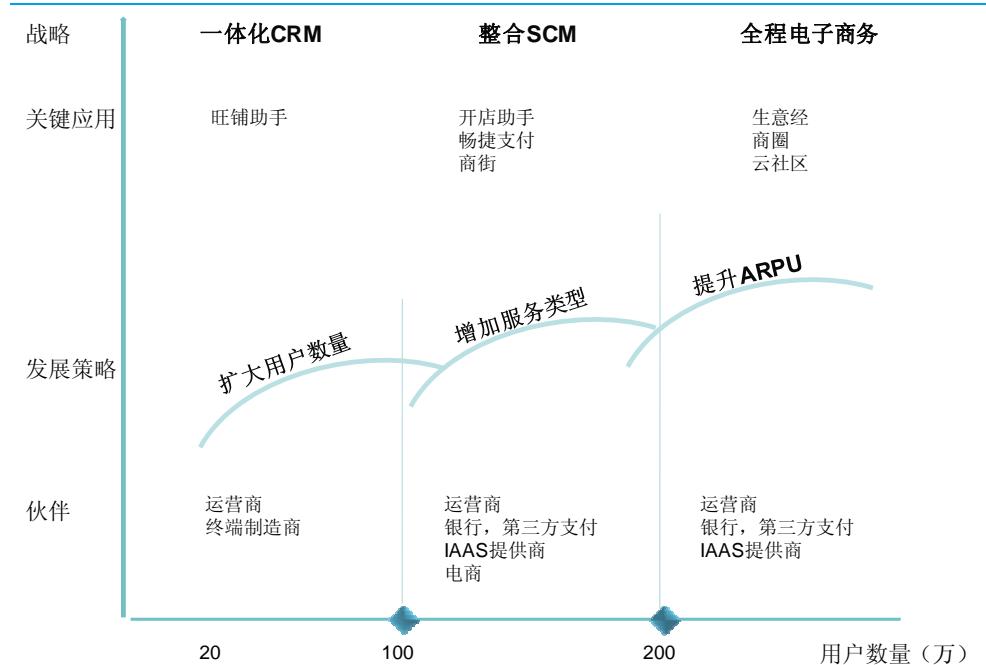
### 扩展服务类型

- 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。

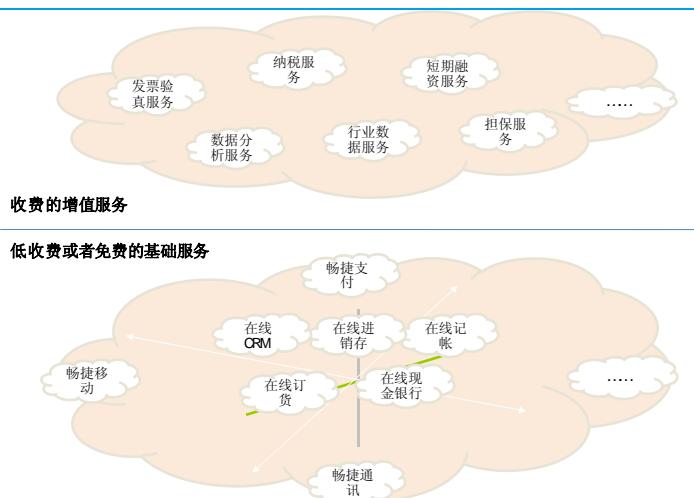
图表4：用友中小企业公共云战略三部曲



来源：国金证券研究所

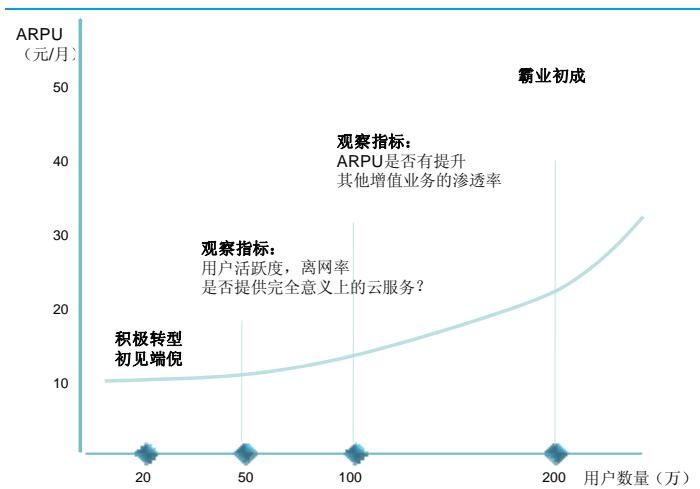
- 以旺铺助手为门户，整合畅捷支付、碎片化ERP、CRM、SCM等传统软件，基本功能以低廉甚至免费的形式提供给用户，而利用增值服务来实现盈利。这就是典型的互联网经济，用友将转变为具备互联网精神的开放平台。对用友的估值方法将彻底改变。
- 观察用友是否转型成功的关键指标就是旺铺助手的用户数量和ARPU值。在业务发展之初，重点是关心用户数量指标。后期则重点关注ARPU指标。

图表5：符合长尾理论的互联网经济模式



来源：国金证券研究所

图表6：成长曲线和关键里程碑



■ 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。

**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	11	11	12	14	18
买入	4	5	5	5	6
持有	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.38</b>	<b>1.39</b>	<b>1.39</b>	<b>1.38</b>	<b>1.36</b>

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
2 2011-07-29	买入	22.81	29.00 ~ 29.00

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: 010-6621 6979  
传真: 010-6621 5599-8803  
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: 0755-33089915  
传真: 0755-27527129  
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