

中航证券金融研究所 李皓
 证券执业证书号: S0640511060001
 电话: 0755-83689042
 邮箱: clarkivlee@hotmail.com

股市有风险 入市须谨慎

汉得信息(300170): 优质的行业,出色的公司

行业分类: 电子信息

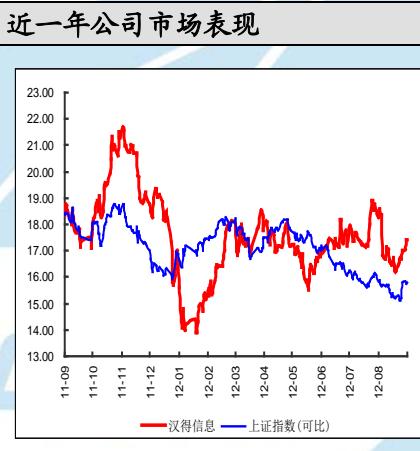
2012年10月16日

投资要点:

- **管理软件行业竞争有利高端ERP实施行业。**国内企业信息化进程的加速导致中国市场成为SAP和ORACLE两家国际巨头战略布局的重点区域,大数据处理等先进技术并转化商业模式追求对中小企业的广度覆盖。这一趋势将使得以该两家企业软件为实施标的的高端ERP实施服务行业带来用户群体扩大的效应,加之原有客户群的更新升级需求高端ERP实施服务市场增速将明显优于行业整体,预计未来三年复合增长率接近20%;
- **行业集中度提升有利龙头企业。**高端ERP实施服务行业的竞争要素包含企业品牌、规模效应、项目经验以及人员素质等几个方面,而只有能不断成长的企业才能维系该竞争要素并获得成功。国际咨询企业的本土化进程已经加速了行业的洗牌,促使本土企业不得不通过差异化服务、并购等多种手段获得成长空间,项目资源和高端人才会加速向优势厂商聚集,从而实现行业集中度上升、收入增长和高水平利润率维系的效应。
- **汉得信息项目经验和人员结构是核心竞争力。**汉得信息拥有10余年的项目实施经验,目前ORACLE实施团队规模在本土厂商中排名第一而SAP实施团队亦在三甲之列,无论是项目承揽能力还是实施能力均属一流。在当前行业高端ERP实施人才稀缺的背景下公司与员工共成长的机制保障了人员的低流失率,形成公司维持长期竞争力的核心因素。
- **优质客户是公司稳定增长的重要保障。**汉得信息年收入中7成来源于老客户新项目的收入,这得益于高端ERP软件部署企业长期信息化规划形成的稳定需求以及公司通过对企业项目实施、人员培训、后续服务及嵌入式营销等多种手段的长期合作形成的强大用户黏性。中兴通讯、青岛啤酒、腾讯等大型企业客户不仅展示了公司的强大的实施服务能力,同时也对公司的品牌有着较大的推动。公司对日软件外包业务呈现出高速增长的态势也为公司成长带来另一重要的推动力。
- **经验传承和并购扩张为成长助力。**汉得信息拥有完善的项目经验传承体系,这是保持核心竞争力的最重要因素之一,将有效缓解核心人员流失对公司的损害。而作为向综合性咨询服务商迈进的道路上,汉得信息通过并购实现业务范围拓展并整合客户资源,是实现公司长期成长的重要保障。
- **投资建议。**汉得信息竞争力优势明显,作为龙头企业既可分享行业高速增长的成果又可通过行业集中度提升获得较高的利润率水平,是业绩确定性增长概率较高的企业,预计2012-2014年收入分别为7.45、10.25、13.57亿元,复合增长率37%,对应EPS0.88、1.11、1.39元,予以买入评级。

公司评级	买入
6-12个月目标价	22
当前股价(12.10.16)	17.45

基础数据	
上证指数	2098.81
总市值(亿元)	29.28
流通A股市值(亿元)	17.94
PE	27.50
PB	2.72
ROE(年化)	9.91%
资产负债率	6.59%



参考报告:

《云计算时代到来,平台化竞争打响——管理和商业分析软件行业分析报告》

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

一、汉得信息——领先的本土独立 ERP 实施服务提供商

汉得信息是一家以高端 ERP 实施服务和相关软件外包为业务主体的本土独立 ERP 实施服务提供商。经过 10 余年的发展已经成为本土实施服务企业中项目经验最为丰富和人员规模领先的龙头企业之一。2012 年中期公司实现销售收入 3.11 亿元，同比增长约 35.8%，实现净利润 5281 万元，同比增长约 31.68%。

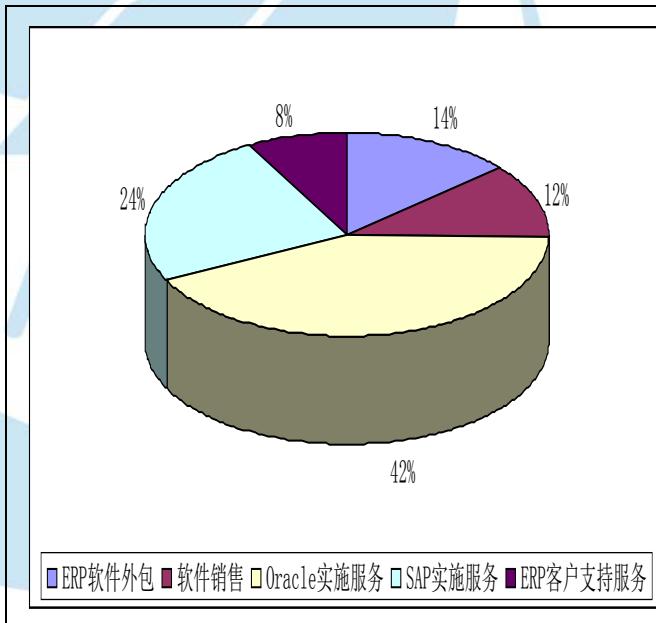
汉得信息业务结构中，ERP 实施服务收入和对日软件外包收入合计占比超过 70%：

公司 2011 年 ERP 实施服务收入为 3.54 亿元，其中 ORACLE 实施服务收入为 2.06 亿元，在本土厂商 ORACLE 实施领域的占有率达到第一；SAP 实施服务收入 1.19 亿元，国内本土企业市场占有率为三甲之列。两项收入合计超过 3 亿元，是公司收入的主要支撑部分。ERP 实施服务得益于在国内企业信息化浪潮及 SAP、ORACLE 软件用户基数扩大的效应，我们认为未来仍将会呈现稳定高速增长格局。

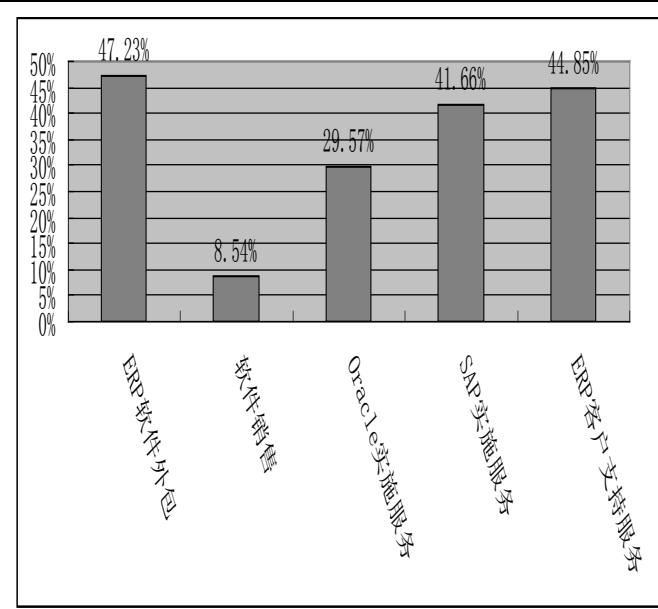
公司 2011 年 ERP 软件对日外包收入达到 6632 万元，占公司收入的 12%，国内厂商中份额仍旧领先。软件外包业务与公司国内业务具有极强的协同性，并依靠业已形成的较好口碑呈现着对日外包业务不断扩大的局面，2012 年中期营收占比已达 16% 左右。公司通过日本汉得已经具备在日本本土对当地企业进行前期营销和现场支持服务的能力，随着日本企业对软件外包业务需求增长的大背景下，软件外包业务具备着良好增长空间。

公司 2011 年 ERP 客户支持服务收入达到约 4000 万元，该业务与当年 ERP 实施项目签订状态有直接的关系，目前还属于实施项目的伴生收入，我们认为未来企业信息化的推进，客户对后续服务需求的提升将会促使纯服务收入的占比逐渐提升，公司客户服务中心项目将在未来实现新的增长点提供有力支撑。

图表 1 2011 年汉得信息各业务收入分布图



图表 2 2011 年汉得信息各业务毛利率分布图



资料来源：公司年报、中航证券金融研究所整理

为理解汉得信息的投资价值，我们需要理解企业管理层和商业分析软件行业及其产业链的构架和竞争趋势，具体报告可参考近期所撰写的《云计算时代到来，平台化竞争打响----管理和商业分析软件行业分析

报告》，我们认为，ERP 实施服务行业依托于国内信息化浪潮具有较高的稳定增长能力，行业在整合的趋势中龙头企业将呈现出收入增长率和利润率双高的局面，在目前经济环境不明朗的背景下将是一个确定性较高的投资标的。

图表 3 汉得信息盈利预测

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	520	745	1029	1357
收入同比 (%)	44.1%	43.1%	38.1%	31.9%
归属母公司净利润	94	147	187	233
净利润同比 (%)	48.2%	57.0%	26.7%	25.1%
每股收益(元)	0.56	0.88	1.11	1.39
市盈率	31.27	19.91	15.71	12.56

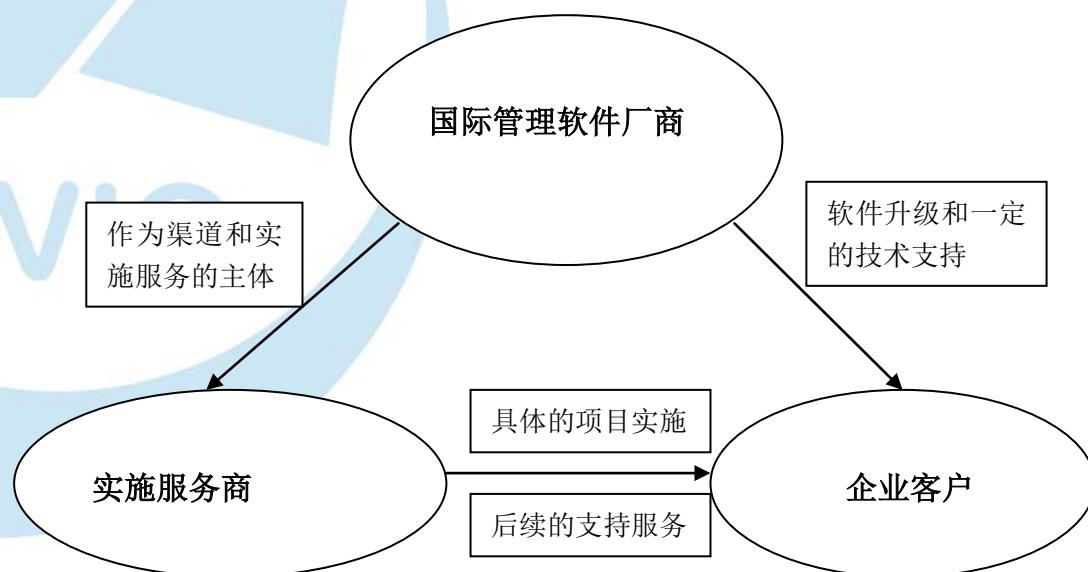
资料来源：中航证券金融研究所

二、高端实施服务行业是企业管理软件产业链中重要环节

现代企业和商务分析软件行业已经从最初的 MRP (物料需求计划) 软件发展到以 ERP (企业资源计划) 软件为核心，集合供应链管理、客户关系管理、商业智能等多个模块的综合性平台软件，是现代企业管理思想和管理流程通过信息化手段固化下来提升企业经营效率培养内在核心竞争力的重要手段。

高端企业管理软件特指 SAP 和 ORACLE 两家国际巨头针对企业和商务分析所推出的一系列软件，如大名鼎鼎的 SAP R/3 和 Oracle E-Business Suite。在这个庞大的市场中，形成了以软件商-服务商-企业的产业链结构，高端实施服务行业是该产业链中的一个重要环节，是衔接标准化和差异化的直接纽带。

图表 4 管理软件产业链关系图



资料来源：中航证券金融研究所整理

管理软件行业的竞争态势不可避免的影响到下游企业的生态状态，我们将管理软件行业产业的特性归类为以下几点：

- (1) 趋于垄断性：国际厂商不断通过并购集中市场份额开辟新兴应用领域，国内软件商亦在国内不断采取类似手段提升竞争能力，行业呈现大者恒大局面。
- (2) 平台竞争：管理软件厂商盈利模式向 SaaS 乃至 PaaS 模式过渡，更注重软件平台的开放性、便利性、兼容性。
- (3) 生态系统重构：利用软件平台化、云计算等方式重新整合上下游资源，形成软件商、服务商、第三方应用提供商和客户的新型生态系统。

这种局面下，高端实施服务行业面临着极佳的发展机遇。管理软件行业集中度提升意味着下游客户群体的扩大，平台化和生态系统竞争意味着软件厂商的职能在进一步转化，这两点都促使软件厂商为实现最终客户价值都将会更加依赖实施企业的服务。

实施企业通过充分的对客户的业务结构、管理流程以及发展战略等因素的梳理和总结，对软件进行相应的设置和二次开发，从而满足客户项目的个性化需求，是衔接厂商软件标准化和客户需求差异化的一个重要纽带。同时作为产业链中的重要的中间环节，实施服务行业是软件商的一个重要销售渠道，在商业模式上软件商与实施服务商之间是直接交易关系，对软件商来说是具备风险隔离的功能，这也是导致软件商让渡出产业链中大部分利润空间的直接原因。据统计仅 SAP 相关的企业应用市场中，SAP 合作伙伴获得的收入占道整个总收入的 80%，而总体来说实施服务行业占整个 ERP 市场收入超过 50%。

目前在国内从事实施服务的企业主要分为三类：

- 1, 国际大型的咨询服务商，国际化背景加上与软件商长期合作经验，国际化项目经验丰富。主要的代表有 IBM、惠普、埃森哲、安永等；
- 2, 本土咨询服务商，对本土企业需求把握能力较强，反应速度更快且实施价格上有优势。主要代表有汉得、汉普、神州数码等；
- 3, 外包服务商，以参与服务分包的形式通过人才派遣的形式进行服务，通常与国际咨询商形成紧密合作。

根据机构预计，目前我国实施服务市场的容量已经超过 80 亿元，以 SAP 和 ORACLE 为标的的高端 ERP 实施服务市场规模大概在 65 亿以上，并呈现出双位数增长的局面，其中国际咨询服务商和外包服务商的市场占有率为 38% 和 29%，本土咨询服务商市场份额大致在 33% 左右。

图表 5 2010-2014 年中国 ERP 实施服务细分市场规模预测

市场规模(亿)	2010	2011	2012	2013	2014
高端实施服务市场	46.72	55.01	65.10	76.89	91.39
中低端实施服务市场	17.30	19.72	22.74	25.45	28.14
合计	64.02	74.73	87.84	102.34	119.53

资料来源：赛迪顾问、中航证券金融研究所整理

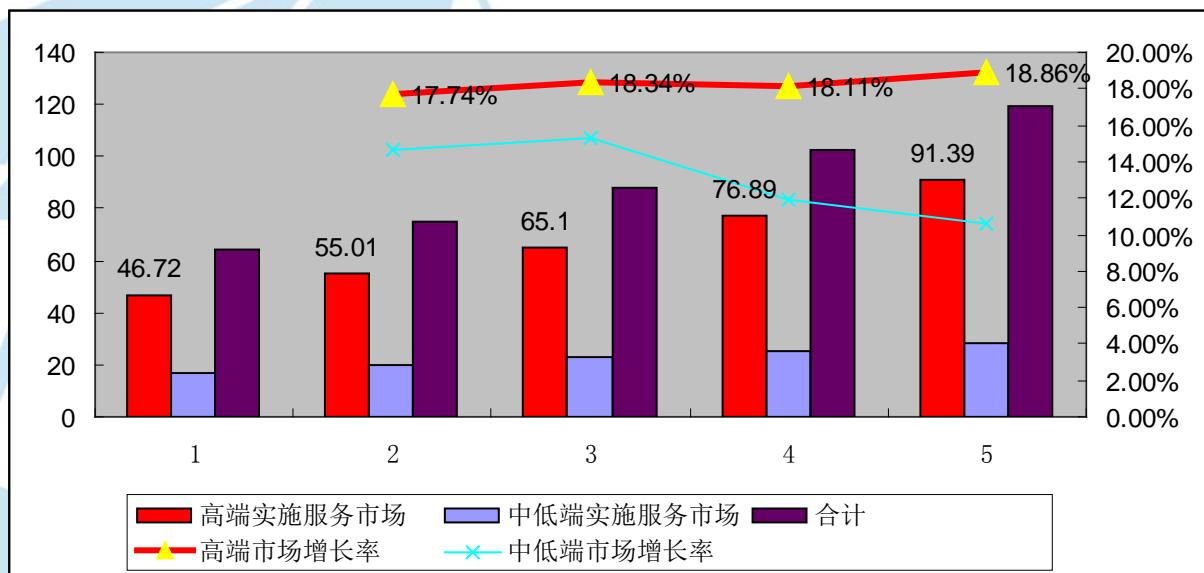
三、增量市场特性是国内高端实施服务行业稳定增长的重要前提

国内企业管理应用软件客户群中，以 SAP 和 ORACLE 两家国际巨头的客户结构最为优良，占据了国内最高端的企业客户。大中型客户的信息化需求特征通常是稳定而持续的，信息化规划的时间一般是 5 到 10 年，并在业务结构和商业模式发生变化之时存在着新增的需求。如大型企业的信息化通常的步骤是以总部和少数几个分公司或工厂进行信息化改造，通过上线后的运行和评测最后逐年向全公司推广。在这一周期上，对应实施服务企业的客户锁定周期就比较长，具备实现长期的黏性和获得稳定的收入来源。

现阶段，SAP 和 ORACLE 在国内核心大客户的资源争夺上逐渐接近尾声，从而在战略定位上已经将中国中小型企业（国际厂商的中型企业标准通常都在 10 亿左右）作为下一个战略竞争领域。并且 SAP 和 ORACLE 定位的中小客户逐渐与国内厂商间的定位上有重合的状态，致使其客户群体有扩大的趋势，形势有利于高端实施服务商。

根据公开数据显示，预计到 2012 年中国中小企业信息化市场规模将达到 2697.6 亿元。未来 3 年的复合增长率达到 10.1%。信息化过程中，有机构预计其中硬件投资需求占比为 59.3%、IT 服务占比为 24.7%、软件需求占比为 16%，对应的市场规模大致在 1599.7 亿、666.2 亿和 431.4 亿元，在信息化产品的分类当中，以综合的 ERP、OA 系统乃至独立的财务管理、业务流程管理、客户关系管理软件是企业特别是中小企业信息化消费的主要品种。

图表 6 中国 ERP 实施服务市场规模预测图



资料来源：赛迪顾问、中航证券金融研究所整理

SAP 和 ORACLE 的客户结构显著优于国内企业管理软件厂商，依托这种特性相应的实施服务企业分享了优质客户结构带来的收入稳定性增长，这是我们对实施服务行业具有优良特质的一个前提，同时实施企业对客户的黏性主要体现在：

(1) 对客户的理解程度：从项目规划到上线，实施服务企业对企业的深度调研就已经积累了较大的

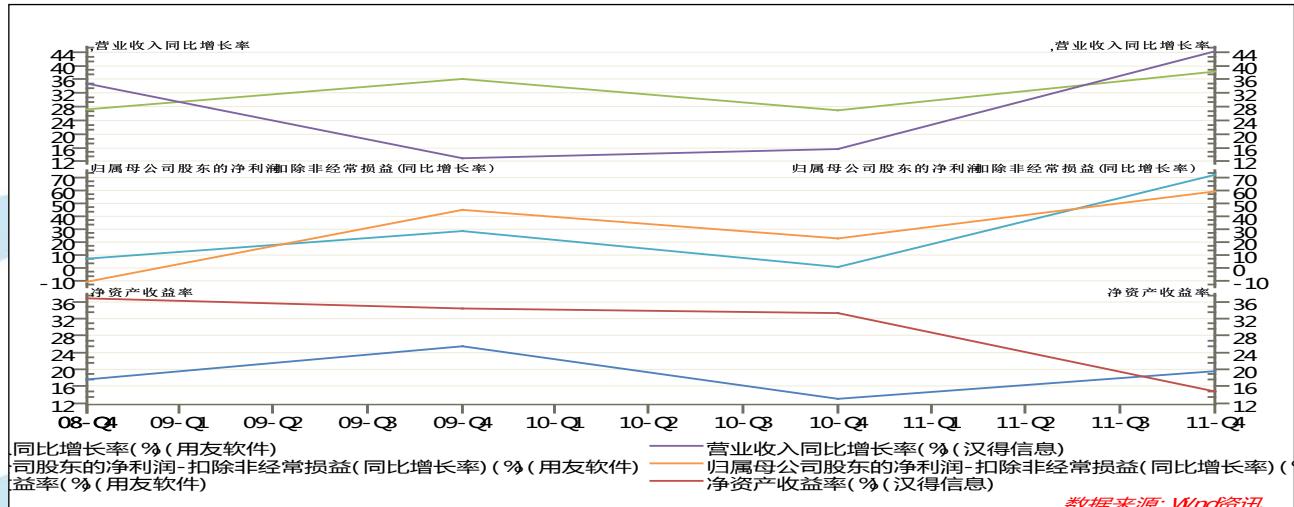
先发优势，因此后续需求客户选择同一家实施服务企业的概率较大。

(2) 培训和咨询产生深度依赖：ERP项目的实施离不开对企业员工的深度培训以及对企业管理乃至战略发展的一些建议和指导，若能使得企业确实有所帮助的话这种信任是具有较高的排他性的。

(3) 嵌入式的营销：通常企业在采用SAP等系统的相应套件之时同时也会采用一些其它企业的应用模块，而较多的实施企业在长期的经验积累中同时也会推出一些相应的模块以更深度的适应企业本土化需求，这种嵌入式的营销方式促使企业不会轻易更换后续实施服务的伙伴。

鉴于这种高度黏性，本土高端实施服务企业有着甚至比本土企业管理软件企业更佳的业绩稳定增长特性，并在实施服务行业趋于集中的趋势下，同时能够获得成长性和盈利能力双优的局面。

图表 7 实施服务企业与国内管理软件企业财务指标对比图



资料来源：WIND、中航证券金融研究所整理

四、本土独立实施厂商在竞争中强化竞争能力

国内实施服务市场的竞争格局中，国际咨询服务商和外包服务商之间具有密切的合作关系，通常国际咨询服务商的业务范围涵盖了各大行业且项目繁多。在某些项目的实施过程中出于员工数量限制、项目经验或成本效益比等因素会寻求与外包服务商的合作，达到效益最大化的原则。按照目前的局面判断，两种类型的厂商在国内的市场占有率接近65%。两者的高紧密依存看似将形成对本土高端人才的争夺以及加剧市场竞争的态势，这种格局似乎对本土独立实施服务商是不利的。但我们从数据上观察到的现象是，本土实施服务商的市场份额并没有因此而出现衰退，稳定的占据着市场3成左右的份额，这就是我们值得关注的现象。

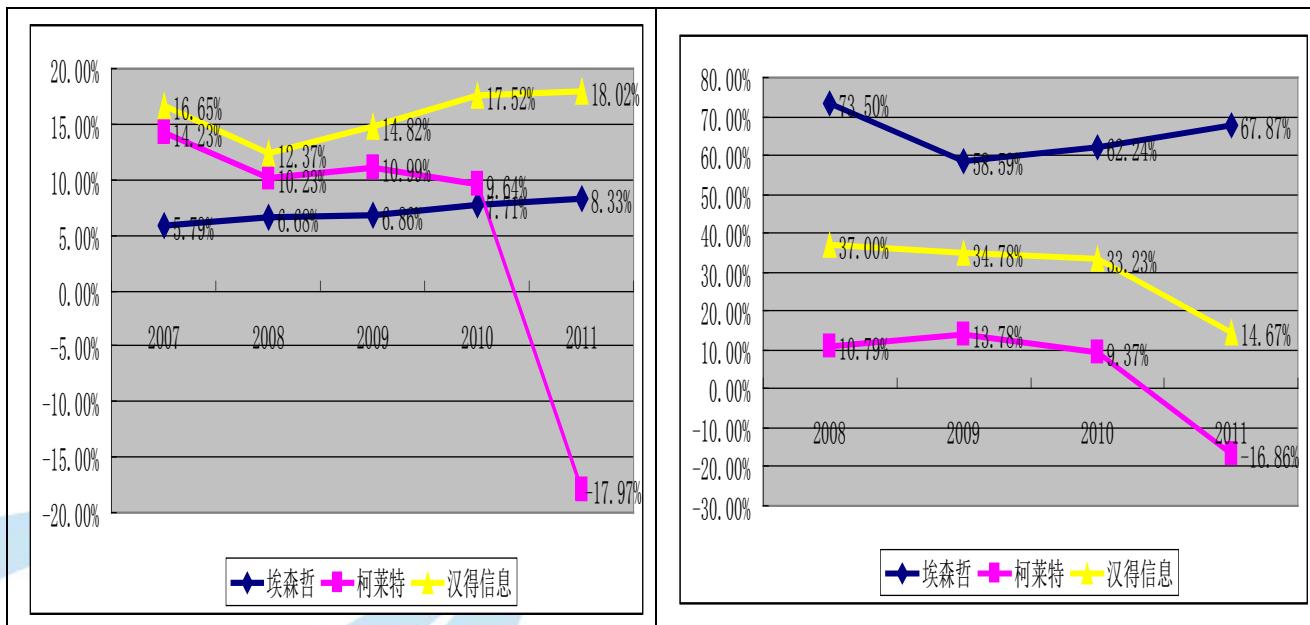
我们分别列出国内市场中较为典型的三个厂商：国际咨询商埃森哲、外包服务商柯莱特、本土实施服务商汉得信息各自相关数据进行对比，一个初步的结论就是：

国际咨询服务商的盈利特征对项目的数量和人员利用效率较为敏感，而这两者通常较为稳定，使得企业盈利能力亦呈现稳定增长的特征；

外包服务商的实际客户是国际咨询商，且客户集中度较高，导致议价能力明显较弱使得盈利率呈现明显波动的特征；

本土优秀的实施服务商客户结构分散，高客户黏性使得盈利率水平与国际厂商相比同样非常稳定。

图表 8 销售净利率走势图



资料来源：中航证券金融研究所整理；

注：埃森哲按照美国的会计财年统计；汉得信息 2011 年净资产扩大导致 ROE 下降；未剔出会计准则不同的差异

从国际咨询商埃森哲的市场策略上分析，埃森哲的客户已经涵盖了世界财富 500 强的大多数企业，多元化的业务结构促使收入多年来一直稳定增长。公司的管理咨询、信息技术、经营外包三大块业务具备对企业的一站式服务能力，是突出的核心竞争力。但是由于公司规模已经达到 200 亿美元级别，内生性成长动力已经逐渐减弱，出于成本收益角度考虑，埃森哲加快着全球本土化实施的进程，通过建设全球实施服务中心（目前已多达 50 多个，规模最大的两个就位于印度和菲律宾）及并购策略获得新的成长动力。本土化的策略有效的降低了实施成本，实现对本土客户的更贴身的服务。更加重要的是公司的资产结构是典型的轻资产型，较好的利用了财务杠杆使得权益收益率一直处于高位。

反观外包服务商柯莱特的主要客户依赖于 IBM、埃森哲等少数几个大客户，其中对 IBM 的依存度高达 35% 以上，前 5 大客户的集中度高达 50%，如此高依存度和缺乏议价能力使得盈利能力波动亦不足为奇。

实际上，我们认为本土实施服务商成长能力和盈利水平能够维持的更深层次原因有以下几个：

- (1) 我国企业信息化率的水平还较低，对应的实施服务市场仍出于高速增量的市场，是降低竞争烈度的一个重要因素。
- (2) 实施服务企业的盈利模式通常是以老客户新项目作为盈利的根基，这一点甚至埃森哲这类的国际具有也不例外，因而优质的本土服务商能实现的较大用户黏性进而屏蔽新的竞争。
- (3) 本土厂商的性价比优势仍旧是竞争的重要武器，特别是在经济环境相对欠佳的时期，本土厂商对本土理念的理解程度和快速的反应速度都能体现出较高的性价比优势。

(4) 并购扩展仍然是本土龙头实施服务商的竞争策略之一，形成扩大业务范围强化市场占有率的作用，因此行业在整合的过程中本土企业的市场份额并未实际影响。

因此，我们认为行业集中度在竞争中会有进一步提升，借助资本市场的力量本土行业龙头的品牌、资金实力等都将获得较大的充实，是能够享受到集中度提高获得的高盈利水平的效应。

五、汉得信息——项目经验和人员稳定性构成强大的竞争壁垒

我们认为高端 ERP 实施服务企业是具有典型的护城河的，这条护城河主要由两个因素构成：

- (1) 项目经验：ERP 实施服务是一项复杂的系统工程，特别是细化到具体行业的应用时，是否对行业有着深刻的理解决定着项目实施方案的成败。我们认为，在技术实现上各家厂商的差异性应该不大，但从对行业理解的角度必各有千秋。龙头企业的项目经验的积累是依托于早期 ERP 进入中国并普及而获得的先发优势，这种特定历史时期所逐步传承下来的积淀实际上是形成了极高的护城河，并通过企业品牌固化下来，品牌效应在高端实施服务市场中十分显著。
- (2) 人员稳定性：实施服务企业最核心的财富是具有深厚项目经验的人员，特别是目前行业高端人才匮乏的局面下能吸引留住培养人才的企业将在竞争中形成强大的竞争优势，这需要企业具有良好的企业文化与薪酬体系，形成企业与员工共同成长的良性态势。

汉得信息作为国内最早一批以 ERP 实施服务为核心业务的企业发展到现在已经有 10 年左右时间，迄今为止已经为多达 500 家左右企业进行过实施服务。根据 2011 年年报显示，汉得信息的收入规模已经达到 5 亿以上，我们预计 2012 年的收入增长率在 40%-50% 之间，是国内本土独立实施服务企业的中最为出色的企业之一。

汉得信息的实施团队的主要班底来自于 2002 年公司收购大众汉得时接收的 ORACLE 和 SAP 团队：

(1) ORACLE 实施服务团队规模在国内本土企业中处于领先地位，丰富的项目经验和成功案例为公司赢得了极好的声誉，同时也实现了 ORACLE 实施领域本土服务商中的市场占有率排名第一。数据显示汉得信息 ORACLE 实施服务收入从 2007 年的约 1 亿元增长到 2011 年的 2.05 亿元，复合增长率约为 20%。

图表 9 公司近年相关荣誉

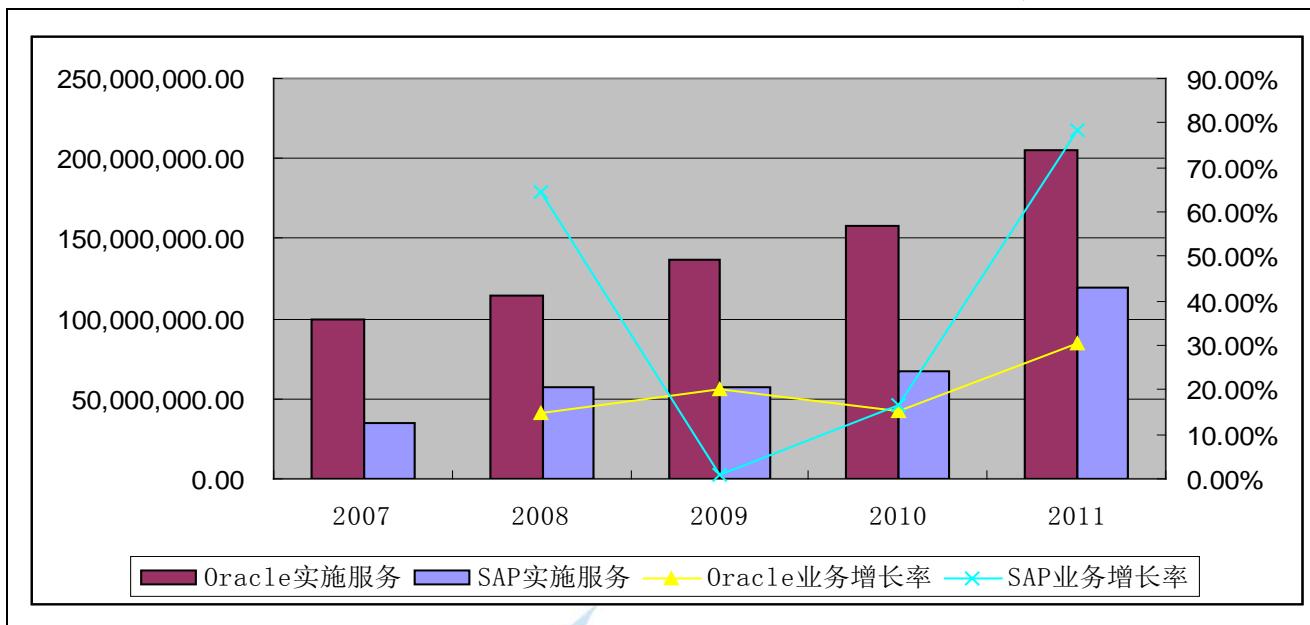
年份	ORACLE 相关荣誉	SAP 相关荣誉
2010	Oracle Certified Advantage Partner	
2009	Oracle 中国最佳应用合作伙伴奖	SAP Partner Edge 金牌合作伙伴
2008	Oracle 中国杰出实施合作伙伴奖	获得 SAP CCC (Customer Competence Center) 认证

资料来源：公司资料、中航证券金融研究所整理；

(2) SAP 团队在经历多年的发展中亦可到了较大的成长，公司 SAP 实施服务业务收入也随之高速增长，数据显示该项收入从 2007 年的约 3461 万元增长到 2011 年的 1.19 亿元，复合增长率更是达到了 36%，市场占有率国内厂商中维持在三甲之列。

图表 10 两项业务情况统计

单位: 元



资料来源：中航证券金融研究所整理；

我们看到汉得信息的服务团队在国内实际上已经属于顶尖水平，无论是项目承揽能力还是项目实施能力都经历了时间的考验。汉得信息针对不同行业的重点客户进行标杆式的服务，不仅以此在行业中树立良好的口碑，同时亦能够不断的深入的理解行业的属性，获得明晰的项目经验，并通过自身的经验传承体系固化到公司的实施体系当中，形成了我们所谓的依靠项目经验获得的极高的竞争壁垒，这一点是屏蔽新竞争者的重要手段。根据资料显示，在各领域的标杆客户包含着如中兴通讯、青岛啤酒、腾讯等众多知名大型企业，不仅展示了公司的强大的实施服务能力，同时也对公司的品牌有着较大的推动。

在实施服务行业高端人才仍旧匮乏的当前，汉得信息高度稳定的人员体系同样成为了公司长期发展的根基之一。资料显示公司核心员工离职的比率较低，近年来大致在 4% 左右，这个水平表明公司在吸引人才留住人才上的却下了功夫。公司的主要策略不仅包括以企业文化和发展空间在情感和抱负上吸引高级人员施展拳脚，更重要的是公司以足以竞争力的薪酬和股权激励的方式促使员工与企业共同成长，我们认为这种方式既是满足员工心理需求又解决现实需求的较好方式，而能够支撑之一模式的正是公司在业务上发展速度较快能够形成良性循环的体系，这是很多企业实际上想做而做不到的原因。因此公司人员保持高度稳定性我们认为是一个可持续的模式，是公司的竞争壁垒的重要组成部分。

六、高质量的客户资源带来稳定的收入增长

规模较大的独立实施服务企业的收入通常是来源于多个行业众多企业的项目合同，单个项目占总收入比重较小但整个项目数量庞大，且依赖于原有客户新项目在当年的需求状况。埃森哲这类的国际巨头就属于这样的收入属性，汉得信息作为本土实施服务企业中的龙头呈现着同样的特征。

图表 11 收入来源情况分析表

业务来源	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	收入金额	比例	收入金额	比例	收入金额	比例	收入金额	比例
老客户新项目	12,264.62	73%	23,152.05	74%	21,321.72	77%	13,610.53	67%
自主培养项目	2,230.21	13%	1,943.49	6%	2,486.06	9%	4,020.20	20%
引荐项目	2,290.50	14%	6,129.88	20%	3,810.36	14%	2,825.26	14%
其中：原厂引荐	1,011.90	6%	2,871.30	9%	1,970.70	7%	786.80	4%
老客户引荐	1,278.59	8%	3,258.58	11%	1,839.65	7%	2,038.46	10%
合计	16,785.32	100%	31,225.43	100%	27,618.14	100%	20,455.99	100%

资料来源：招股书、中航证券金融研究所整理；

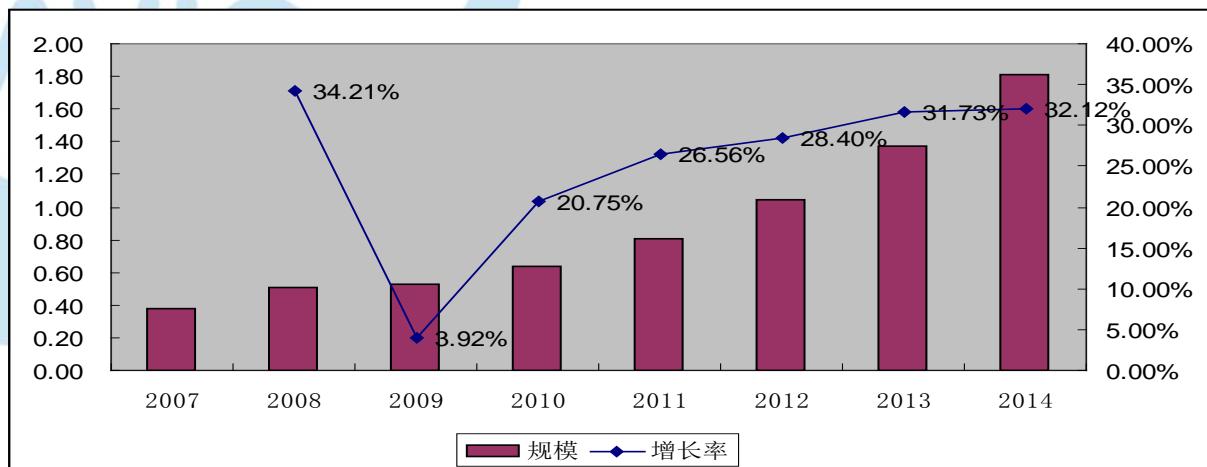
汉得信息过往数据显示，依托于老客户新项目构成了公司营业收入绝大部分，平均的占比高达7成以上。从客户的分布状态分析，汉得信息的客户群主要有两类：

(1) 对日外包业务的发包商：日立（上海）贸易有限公司、富士通（中国）信息系统有限公司。

该项收入项由众多项目合计列示，因此呈现对单一客户金额较大的状况。

对日软件外包业务属于公司ERP实施服务的衍生业务，是公司近年来发展比较快的一个业务方向。2011年全年贡献收入达到了6631万元左右，而今年上半年已经实现销售收入5055万左右，占到了去年全年销售收入的75%，呈现出高速增长的局面。我们看到公司对日外包业务的主要发包商日立（上海）和富士通（中国）这两家企业均属于大型国际集团旗下的综合性IT服务商，以此客户作为对日外包业务的窗口，依托公司国内实施团队和开发团队，能够有效的整合资源实现对日本乃至全球市场的渗透，客户资源的优势十分明显。同时公司ERP外包业务属于较高层次的软件外包，业务口碑和日本企业对成本收益的考量都是促使公司获得稳定增长的市场份额的重要因素，同时近年来对日ERP外包市场亦呈现出高速增长的态势，公司对日外包业务将更多的收益于此。

图表 12 中国ERP软件对日外包业务规模及增长率预测图



资料来源：赛迪顾问、中航证券金融研究所整理；

(2) 国内各类企业客户：单项金额通常 100-500 万左右，千万级的订单不多，但客户群体庞大带来多点开花的局面。

公司国内客户结构得益于 SAP 和 ORACLE 下游优良的客户群体，具有行业分散、规模大、信息化规划明确等特点，企业的持续信息化投入带给公司稳定的收入来源，其中包括了项目实施收入、咨询服务收入、软件销售等多个种类。值得注意的是，汉得信息具有较强的嵌入式营销能力，自有的 MAS 软件是对大厂 ERP 软件一些模块的较好补充，可以使得用户获得更具性价比的实施方案，并对后续服务产生黏性。如格兰仕既采用了 ORACLE 的系统同时也选了 MAS 的部分模块，汉得信息对此类用户的绑定能力则十分突出。

图表 13 汉得信息标杆客户

所属行业	标杆客户名称		
家用电器	松下电器（中国）	九阳股份	青岛澳柯玛
高科技	中兴通讯	力诺瑞特新能源	晶澳太阳能
机械及工业制品	英格索兰（中国）	日立电梯（中国）	上海日立电器
金属冶炼及加工	美国铝业公司	瑞典 SAPA 铝业集团	
医药/化工/农药	北京医药	威远生物	
食品饮料及日用消费品	光明乳业	青岛啤酒	维达纸业
网络媒体	新浪	腾讯科技	阿里巴巴（中国）
金融/保险/电讯	太平保险	广东发展银行	中国移动通信集团（广东）

资料来源：公司资料、中航证券金融研究所整理；

我们可以进一步分析 ORACLE 和 SAP 的实施服务上的区别形成一些新的认识。业内根据 SAP 和 ORACLE 两家企业软件特性实际上形成的普遍观点是：

ORACLE：软件价格略低于 SAP，系统开放性更好，能通过便捷更灵活化的配置适应企业的个性需求，即在软件适应企业和企业适应软件这个问题上倾向于前者，实施难度相对 SAP 要小一些，完全按照其标准化的实施过程实施周期在 1 周左右，个性化实施周期大多在 5 个月左右，大型项目 1-2 年，软件：实施比大致在 1: 2 左右。

SAP：软件采取完全标准化的模式，根据不同行业的属性进行调整所须设置的参数和二次开发难度都更高，实施难度与公司整体的协调性有很大关系，更多的需要企业优化组织构架或流程以适应软件，对人员素质要求高。实施难度更大而实施周期较长。通常项目在 1 年左右，大型项目在 2-3 年左右。软件：实施比大致在 1: 3 左右。

因此我们认为 ORACLE 项目实施具有的周期更短、价格更低的特点决定了汉得信息在占更占优势的 ORACLE 实施领域将比 SAP 实施更快的项目周转效率，但毛利率水平略低于 SAP 实施服务。同时，ORACLE 项目通过数量拉动公司收入增长而 SAP 项目通过项目金额拉动公司收入增长。经过测算，我们认为公司本年的项目数在 150 个左右，全年营收的增长率在 40%-50% 之间。另一个值得关注的现象是，公司形成的客户群体扩大-人员数量增长-销售额增长三者的正向相关关系，我们认为本年度公司员工数量将突破 2600 人，对业绩增长具有良好的支撑作用。

七、项目经验的传承体系是企业持续发展的重要保障

我们认为在 ERP 实施服务咨询行业中，核心项目人员承揽项目及运作经验是企业具体核心竞争力的体现之一，但现实的问题是，高端实施服务人才仍旧处于相对匮乏的状态，这将促使行业中高端人才的流动性比较高，企业不仅需要采取相应的手段吸引人才、留住人才，另一个更具挑战性的工作将是在制度上形成一套完善的培训机制，将各类项目的经验和实施方法用一定手段得以传承，以最大程度减少核心人员流失对企业核心竞争力的损害，从这一点看，汉得信息具有一定的优势。

我们看到，汉得信息非常注重项目经验的传承和复用化，即从差异化的实施个案中探寻标准化的实施方法，这对降低实施成本和形成可持续性的企业经营提供了保障。汉得信息在多年的项目经验中已经逐渐对多个行业具备整体性解决方案的实施能力，如大型设备制造、机械行业、汽车制造等重点离散型制造行业同时也是信息化需求最为迫切的行业实现了重点的覆盖，是公司长期竞争力的体现。

图表 14 汉得信息成熟解决方案一览

序号	解决方案名称	行业主要业务特征	解决方案要点
1	大型设备制造行业解决方案	(1) 具有典型的离散制造的特征; (2) 按订单排产，单件制造并按项目管理，如飞机制造、轮船制造、大型发电机制造等。	提供财务、分销与制造模块集成的 ERP 解决方案，形成以项目制造为核心，强化合同管理、预算控制与成本核算的全面集成企业、供应商与客户信息的管理平台
2	机械行业解决方案	(1) 生产具有以离散为主、流程为辅、装配为重点的主要特点; (2) 产品的质量和生产效率很大程度依赖于工人的技术水平; (3) 生产计划的制订与生产的管理任务繁重。	解决方案协助客户实现多品种、大批量共线生产模式，对于成本方案的设计采购以标准成本为主、实际成本为辅的设计方法
3	汽车制造行业解决方案	(1) 典型制造类行业，按市场行情预测制定生产计划，并逐步由库存生产走向订单生产; (2) 对供应链、部件管理有很高要求; (3) 行业有很完整的售后服务体系。	成本核算主要针对物料，重要部件按批次控制，对所有的数据建立控制和警告机制即便及时响应。资金管理方面因物料价值高强化对于应收与应付的管理。
4	医药行业解决方案	(1) 医药产品种类繁多，客户数量多，造成药品经营全过程业务量很大; (2) 销售模式特殊，业务流和资金流呈反方向，且销售渠道复杂，中间环节涉及层层的分销商、零售终端; (3) 药品的批号及有效期要求高。	促使企业满足客户需求的同时尽量降低库存，通过生产理解解决上下工序节拍不一致造成的生产矛盾、不纯净或变性材料入库、再加工问题等问题，通过产品管理防止药品生产日期、有效期错误，杜绝假冒伪劣。
5	证券行业解决方案	(1) 证券行业通常采用层次管理模式，即总部、地区总部（分公司）、营业部的管理模式;	鉴于证券公司业务覆盖地区较广，以 B/S 结构构建系统，注重系统建设的可扩充性，重点实现

资料来源：招股书、中航证券金融研究所整理；

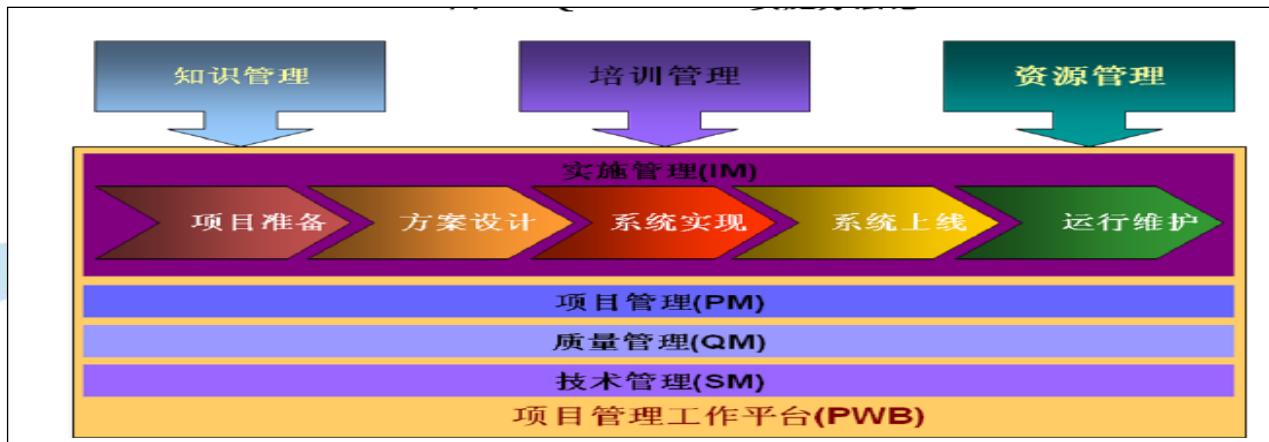
我们看到，汉得信息项目实施的过程中，非常注重对实施方法的总结并形成制度化规范化的模式，目前汉得信息实施方法论有两大类：系统实施方法和 IT 规划实施方法。

系统实施方法是基于 ERP 实施项目相关情况所总结下来的一套成熟的实施理念，包含两个模式，(1) Quick-HAND ERP 实施方法论；(2) CRP。两者之间的差异在于 Quick-HAND 是在充分了解客户需求的并能够明确实施方案的前提下，通过与客户的沟通协作完成系统的实施，而 CPR 实施方法是在客户需求定位上并

不明晰，需要通过与客户之间反复磋商形成最终适合客户个性化需求信息化系统的方式。我们注意到这两种系统实施方法论实际上就包含了如何满足标准化和个性化需求的两个层次，是公司保障实施项目成功的一个较为重要的经验因素。

我们具体来分析其中 Quick-HAND ERP 实施方法论，Quick-HAND 实施方法主要由项目管理、实施管理、质量管理、技术管理、知识管理、培训管理、资源管理等内容构成。涵盖了实施项目的各个方面，促使实施顾问能够对形成规范的计划安排，对项目进度和风险进行有效的监控。更重要的是通过公司自主研发的 ERP 项目管理平台实现模版共享的机制实现了经验的积累和传承。这是一个规范的实施服务商所必需具备的特质之一。

图表 15 汉得信息 Quick-HAND ERP 实施方法论



资料来源：招股书、中航证券金融研究所整理；

在 IT 规划实施方法上，汉得信息 Value-HAND 实施方法论即适用于 ERP 项目的实施亦适用于企业的咨询、BPR 以及可研需求分析等多领域，是汉得信息脱胎于单纯 ERP 实施服务企业演变成综合性的咨询服务商的重要根基之一。简单来说，汉得信息的 Value-HAND 是以“以价值为导向，以问题解决为目标”为思路的成熟的方法论总结，将企业目标作为项目的出发点，以实现客户价值作为项目的最终目的，通过目标定位、业务分析、建立方案、跟踪实施这 4 个步骤的不断循环最终达到完整的解决方案实施。

在规范化的实施方法下，汉得信息最终实现了一套模版、一个平台、一个中心的实施结构，并通过构建 HAND 知识库系统进行项目经验的传承。我们认为，汉得信息作为本土实施服务企业中的翘楚，成功的因素不仅在于市场的先发优势，还在于可持续性的经验传承和严谨的工作方式，这种制度化的运作可以避免在人员流失的过程中损害公司正常的经营运作，而公司阶梯形人才培养的模式也不断通过规范的实施方式传承了项目实施能力，是公司能够在相对激烈的实施服务市场中不断发展壮大，获得良性循环的重要支撑，这是我们为企业具有长期的可持续发展能力的重要因素。

八、并购获得外延增长并产生协同效应

实施服务企业所面对的下游行业众多，各种行业的商业模式差异是造成了一定时段各家实施企业“专业有专攻”的特点，也就意味着行业在发展初期阶段将会充斥着众多小规模的实施企业针对特定领域形成

高度差异化的服务，同时很多企业甚至仅仅具备特定行业项目承揽能力而非实施能力。因此我们认为实施服务行业大的发展方向是整合，原因有如下几个：

- (1) 国际咨询机构的本土化战略将促使其在国内寻求合作伙伴甚至并购对象，即降低本土服务成本和在本地迅速实现规模化效应，这导致行业集中度将攀升。
- (2) 国内实施服务行业竞争激烈，优胜劣汰导致的高端项目人员向具有竞争力的企业流动，形成人力资源的洗牌和整合，人员整合亦意味着行业的整合。
- (3) 具备规模化的本土的企业向综合性咨询服务商的转型之路上，必将整合并购以实现多行业多业务覆盖的能力，既拓展业务范围又进一步整合客户资源。

我们看到汉得信息在向综合性 IT 服务商转型的道路上，在进入资本市场获得品牌和资金实力同时提升之后，通过并购实现资源整合和业务范围延伸的举动已经开始显现，本年 4 月，公司通过收购上海夏尔软件公司进入 BPO 业务部分领域就是一个良好的开端。我们可以比较汉得信息和国际巨头埃森哲的业务构架上，埃森哲的业务包含了企业管理咨询、信息技术和经营外包三大方面，但这三个方面实际上存在紧密的联系，能够形成对企业一站式服务。本土厂商虽然在系统实施服务上具备一定的比较优势，但综合性服务能力是明显的短板，而唯有通过整合并购才能实现业务的快速扩张。

上海夏尔软件是 BPO 领域中从事扫描加工服务外包这一业务在国内具有一定技术实力的企业，其既拥有软件平台（夏尔 ECM 系列产品）又拥有硬件平台（Share iCAS）的特点决定了其在非结构化数据管理上具有独立解决方案实施的能力。我们认为夏尔的业务对汉得信息的互补性将体现在资源整合和更好的为实施服务提供整体解决方案上。从夏尔的客户结构看，非制造类客户是其主要的客户群体，如房产中心、社保局之类的客户群体是以前汉得信息的非重点客户群，对汉得信息来说是一个新的机遇。而上海夏尔的非结构化数据整体解决方案实际上对 SAP 和 ORACLE 日益加强对非结构化数据的分析处理能力是一个有益的补充，可以与汉得信息实施服务业务形成互补，这是两者之间重大的切合点之一。是公司业务延伸的一个较好的案例。

我们认为汉得信息并购的步伐并不会停息，上市带来的巨大超募资金是实现并购扩张的现实基础。而同时我们观察埃森哲这类标杆企业的发展历程也必将促使汉得信息采取适当的并购以做大做强。公司既然已经初步具备了这个实力，则这条道路必然会更加坚定的走下去。近期，公司利用 1500 万超募资金与具有金融行业信息化经验的自然人成立合资公司汉得融晶实际上已经用另一种形式进一步扩大着自身的业务覆盖范围，这将与部分国内外包服务商在业务领域上展开了新的竞争，也使得我们看到了汉得信息向综合性咨询服务企业迈进的脚步。

九、实施平台建设积累公司长期竞争力

实施服务平台是优化实施服务，实现近程和远程实施相结合，降低实施成本提升和响应速度的一个重要的方式，在一点上国际咨询服务上已经是走在了前列，如 IBM 与柯莱特所合作的实施服务中心项目已经占到了柯莱特收入的 2 成以上，这是国际化厂商本土化策略的重要一个环节，因此本土厂商若不在软硬件上进行新的升级必将在未来的竞争中丧失比较优势，这一点上汉得信息的理解已经十分充分。

我们看到的趋势是，无论是 SAP 还是 ORACLE 均将中国的中小企业作为未来市场的竞争点，携云计算、大数据处理、开放性的平台等优势技术进入国内，力图在国内中小型客户提供性价比更高、选择更为灵活的应用模块。在这个趋势下，一旦中小型客户的群体上升对实施服务企业厂商来说是一个挑战，因为从项目价格和后续服务需求的属性来看，必然是项目单价更低而对后续服务的需求却更加频密的特点，原有的成本体系应对这样的需求必然将降低企业的利润率水平，因此通过升级实施服务平台形成新的竞争优势是必然的选择。

图表 16 汉得信息 ERP 实施平台项目

项目建设内容	具体内容	目标
ERP 实施服务标准化	<ul style="list-style-type: none"> ● 新型实施方法论的研发 ● 解决方案设计模式的标准化 ● ERP 数据管理的标准化 ● 实施服务质量控制的标准化 ● ERP 项目管理软件的实施 ● Oracle IRM 的购买 	<ul style="list-style-type: none"> ● 通过标准化的实施工作方法，使得实施工作中不增值的环节被消除；加强 IT 工具在实施中的应用，从而达到缩短实施周期、提高工作效率和可靠性的目标，进而提高实施成功率，使得客户与实施公司能够处于双赢的模式。
ERP 远程实施中心	<ul style="list-style-type: none"> ● 远程开发中心建设 ● 远程测试中心建设 ● 远程实施支撑中心建设 	<ul style="list-style-type: none"> ● 集中优势资源，提高实施工作的处理效率，降低整体实施成本； ● 为实施任务处理标准化奠定基础，能够不断优化实施任务处理流程，进一步提高实施效率； ● 提高实施工作的专业化程度，降低人员成本。
ERP 顾问资源扩充	<ul style="list-style-type: none"> ● 不同业务领域顾问人数扩充 ● 顾问培训 ● 相应硬件 	<ul style="list-style-type: none"> ● 为了应对不断扩大的市场需求而进行顾问资源的扩充。

资料来源：招股书、中航证券金融研究所整理；

汉得信息的 ERP 实施服务平台项目包含了实施服务的标准化、远程实施中心、顾问资源扩充三大模块，其中前两项的建设将明显有助于企业获得低成本竞争的优势，特别是远程实施中心所包含的远程开发、远程测试、远程实施支撑三个项目我们认为与 SAP 和 ORACLE 未来客户的战略定位十分切合，是企业形成新的核心竞争力的重要体现。

十、估值逻辑

关键假设：

- 国内高端ERP实施服务市场高速增长，未来三年复合增长率达20%左右；
- SAP和ORACLE中小企业战略获得成效，中小企业数量显著提升；
- 国内实施服务行业集中度提升，龙头企业大者恒大；
- 公司人员规模稳步扩大，流失率低；
- 公司募投项目顺利实施，软硬件实力进一步提升；

我们认为汉得信息具有业务持续稳定增长的特性，逻辑在于公司所依托的实施服务行业增量市场特性以及公司自身竞争优势所带来的规模效应。公司业务增长与人员素质结构之间存在正向循环的局面，有利于巩固和加强国内领先的地位。上市带来的品牌效应和充裕资金是整合进一步整合国内外业务，实现内涵外延均衡发展的强大动力，2011-2014年复合增长率预计达到37%，予以买入评级。

图表 17 汉得信息各项业务收入预测表

单位：百万元

	2011A	2012E	2013E	2014E
ERP 软件外包	66.00	118.80	178.20	231.66
软件销售	59.00	82.60	115.64	161.90
Oracle 实施服务	206.00	278.10	375.44	488.07
SAP 实施服务	119.00	178.50	249.90	337.37
ERP 客户支持服务	40.00	52.00	67.60	87.88
其他	29.00	34.80	41.76	50.11
合计	519.00	744.80	1028.54	1356.98
综合毛利率	33.89%	34.93%	35.07%	34.89%

资料来源：中航证券金融研究所；

风险因素：1，经济环境持续低迷对企业信息化服务需求的延迟；

2，国内对日关系恶化间接影响公司外包业务成长性；



资产负债表

	单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1109	1206	1338	1504
现金	937	978	1019	1091
应收账款	125	179	247	326
其他应收款	11	16	22	29
预付账款	10	14	19	25
存货	0	0	0	0
其他流动资产	26	19	30	32
非流动资产	14	39	51	61
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8	30	41	51
无形资产	0	0	-0	-0
其他非流动资产	6	9	11	11
资产总计	1123	1246	1389	1566
流动负债	67	75	89	101
短期借款	0	0	0	0
应付账款	7	9	14	17
其他流动负债	59	66	75	84
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	67	75	89	101
少数股东权益	0	0	0	0
股本	168	168	168	168
资本公积	751	751	751	751
留存收益	137	251	381	546
归属母公司股东权益	1056	1170	1300	1465
负债和股东权益	1123	1246	1389	1566

利润表

	单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	520	745	1029	1357
营业成本	344	485	668	884
营业税金及附加	20	27	38	50
营业费用	28	37	53	69
管理费用	54	74	103	136
财务费用	-25	-40	-41	-44
资产减值损失	9	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	92	155	200	255
营业外收入	18	17	17	17
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	109	172	218	272
所得税	16	24	31	39
净利润	94	147	187	233
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	94	147	187	233
EBITDA	70	130	187	242
EPS(元)	0.56	0.88	1.11	1.39

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	44.1%	43.1%	38.1%	31.9%
营业利润	70.9%	69.2%	29.2%	27.4%
归属于母公司净利润	48.2%	57.0%	26.7%	25.1%
盈利能力				
毛利率(%)	33.9%	34.9%	35.1%	34.9%
净利率(%)	18.0%	19.8%	18.1%	17.2%
ROE(%)	8.9%	12.6%	14.3%	15.9%
ROIC(%)	57.4%	55.3%	52.0%	51.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	5.9%	6.0%	6.4%	6.4%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	16.65	16.02	15.05	14.91
速动比率	16.65	16.02	15.05	14.91
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.63	0.78	0.92
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	61.54	58.19	58.65	57.11
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.88	1.11	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.41	0.61	0.81
每股净资产(最新摊薄)	6.29	6.97	7.74	8.72
估值比率				
P/E	31.27	19.91	15.71	12.56
P/B	2.78	2.51	2.25	2.00
EV/EBITDA	28	15	11	8

现金流量表

	单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	45	68	102	136
净利润	94	147	187	233
折旧摊销	4	14	28	30
财务费用	-25	-40	-41	-44
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-64	-62	-82	-95
其他经营现金流	36	9	10	12
投资活动现金流	-16	-33	-45	-39
资本支出	15	40	40	40
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	-2	7	-5	1
筹资活动现金流	737	6	-15	-25
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	82	0	0	0
资本公积增加	693	0	0	0
其他筹资现金流	-39	6	-15	-25
现金净增加额	765	41	42	72

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李皓，高级研究员，SAC 执业证书号 S0640511060001，工学学士、经济学硕士，2009 年 4 月加入中航证券金融研究所，从事 TMT 行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。