

2010-04-19

信息技术业/计算机软件开发

公司研究 / 调研报告

用友软件 (600588)

随需而变，志在控局

一用友软件调研报告

增持/ 维持评级

股价：RMB32.72

分析师

卢山

SAC 执业证书编号:S1000208030121

+755-82492953 lushan@lhqz.com

联系人

张熙

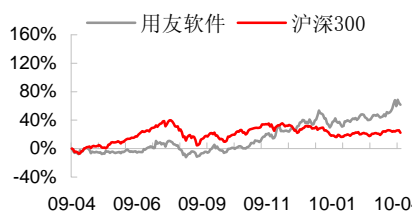
021-50106026 zhangxi@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	628
流通 A 股(百万股)	605
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	19782

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 管理软件客户的需求已经到了一个新的阶段，从最初引入管理软件、到后来逐步熟悉、适应，并利用管理软件有效提升公司管理效率，现在下游客户开始基于自身需求向管理软件提供商提出各种适用于自身的要求，客户成熟度在不断提高。我们认为客户需求已演进至诺兰模型第四、第五阶段，相应的预算支出也稳步上升。
- 在新的阶段客户对企业前中后台一体化、集团一体化、供应链一体化和一企业应用平添的需求更为强烈，并且对供应商的售前咨询、售后持续服务、项目管理、实施响应的能力要求更为严格。对供应商而言，只有那些平台先进、服务专业、综合优势较为明显的厂商才有可能在新一轮竞争最终胜出。
- 针对客户需求变化情况，公司提出了应对策略。首先是整合自身产品线，将已有产品整合到从高到低四个等级，分别面向不同层次的客户；其次，转变公司经营理念，由面向区域的井田制销售向客户经营模式转变。行业化、规模化是客户经营的重点，经营模式转变带来的不仅仅是观念和营销模式的改变，更重要的是打开广阔的行业应用空间，为公司的长期增长提供动力。
- 目前公司高端产品收入增长较快，但盈利能力较低；T 系列产品由于采取分销模式毛利率较高，但受中小企业 IT 投入减少的缘故，低端产品增速较慢。我们预计，未来几年公司的高端软件产品仍将保持较快的增长速度，同时低端产品逐步从 09 年低谷中走出，保持适度的增长速度。就盈利能力而言，高端软件的毛利率将随着软件成熟度的提高和实施人员经验的日益丰富而逐步改善，同时中低端产品毛利率保持稳定。
- 2010 年公司将围绕客户经营，重点发展医药、流程制造，银行，传媒出版等新行业，同时保持在制造、财政、烟草等行业内的领先地位，拉大与竞争对手的差距。预计 2010—2012 年公司收入分别为 32.49 亿、42.91 亿和 54.74 亿元，归属母公司净利润分别为 4.94 亿、6.64 亿和 8.72 亿元，每股收益分别为 0.79 元、1.06 元和 1.39 元，维持“增持”评级。

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1725.6	2347	3249	4291	5474
(+/-%)	27.2	36.0	38.5	32.0	27.6
归属母公司净利润(百万元)	395.4	594	494	664	872
(+/-%)	9.7	51.7	-16.8	34.5	31.2
EPS(元)	0.63	0.95	0.79	1.06	1.39
P/E(倍)	52.0	52.9	37.2	27.7	21.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

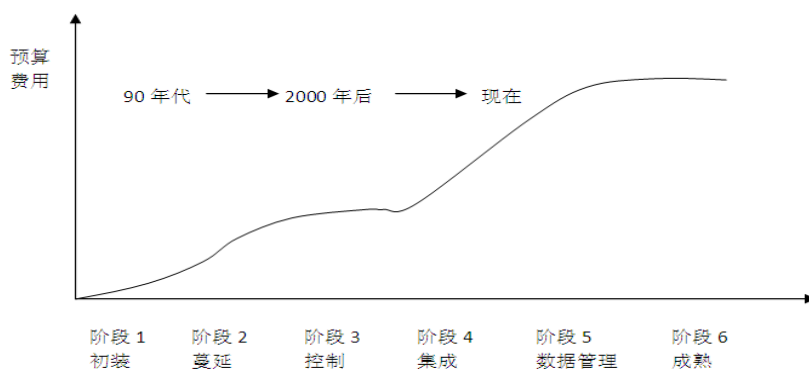
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

客户需求升级

金融危机对管理软件厂商的影响是多方面的：金融危机爆发后，下游客户纷纷压缩 IT 开支，给管理软件厂商带来较大的生存压力；当经济逐步好转，客户重新进行 IT 采购、投资时，更加注重管理软件的实用性，向管理软件要效益成为客户主要的思路，因此对管理软件供应商提出了更高的要求。

我们认为，目前管理软件客户的需求已经到了一个新的阶段，从最初引入管理软件、到后来逐步熟悉、适应，并利用管理软件有效提升公司管理效率，现在下游客户开始基于自身需求向管理软件提供商提出各种适用于自身的要求，客户成熟度在不断提高。我们认为客户需求已演进至诺兰模型第四、第五阶段（见图 1），即集成、数据管理阶段¹，相应的预算支出也稳步上升。

图 1 诺兰模型



资料来源：华泰联合证券研究

在新的阶段客户对企业前中后台一体化、集团一体化、供应链一体化和统一企业应用平添的需求更为强烈，并且对供应商的售前咨询、售后持续服务、项目管理、实施响应的能力要求更为严格。对供应商而言，只有那些平台先进、服务专业、综合优势较为明显的厂商才有可能在新一轮竞争最终胜出。

用友软件随需而变

需求升级给具有综合优势的厂商带来机会，用友软件针对客户需求变化情况，提出了自己的应对策略。首先是整合自身产品线，将已有产品整合到从高到低四个等级，分别面向不同层次的客户（见表 1）。

其次，转变公司经营理念，2007 年公司开始酝酿转型，由面向区域的井田制销售向客户经营模式转变。08、09 年通过对新模式的探索、改进，公司积累了一些经验，2010 年计划全面推行。

¹ 第四阶段是集成阶段。这时，组织从管理计算机转向管理信息资源，这是一个质的飞跃。从第一阶段到第三阶段，通常会产生很多独立的实体。在第四阶段，组织开始使用数据库和远程通信技术，努力整合现有的信息系统。

第五阶段是数据管理阶段，信息系统开始从支持单项应用发展到在逻辑数据库支持下的综合应用。组织开始全面考察和评估信息系统建设的各种成本和效益，全面分析和解决信息系统投资中各个领域的平衡与协调问题。

行业化、规模化是客户经营的重点，经营模式转变带来的不仅仅是观念和营销模式的改变，更重要的是打开广阔的行业应用空间，为公司的长期增长提供动力。

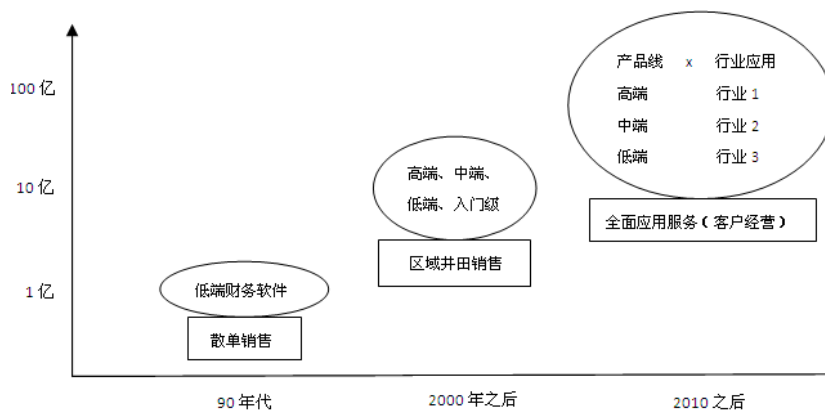
表 1 公司产品线

定位	产品线	目标客户	特点
高端	NC	高端集团用户	直销、实施周期长，毛利率较低，对后续服务需求量大
中端	U9、U8	中端用户	直销+分销，毛利率适中，对服务需求适中
低端	T 系列（T1、T3、T6）	中小企业	分销，毛利率高，对后续服务需求较少
入门	伟酷网、移动业务	入门级，SaaS 用户	在线业务，营销+后台管理方向，目前对公司业绩影响较小

资料来源：华泰联合证券研究

从公司成长的历史来看，最初用友仅专注低端财务软件，后来通过并购、转型，逐步转型为管理软件供应商，其销售规模也上了一个台阶。行业化、规模化应用将成为公司新的成长契机（见图 2）。

图 2 客户化经营的契机



资料来源：华泰联合证券研究

高端产品增速快，盈利能力进一步改善

09 年公司高端软件增速较快，NC 产品实现收入 4.87 亿元，增速达 25.3%，U9/U8 同比增长 19.7%；低端的“通”系列上半年收入减少 22.3%，下半年其销售情况逐步好转，全年实现收入 2.26 亿元，同比降低 3.2%。

高端产品增速快一方面反映了经济不景气大环境下，规模较大的企业所受冲击相对较小；另一方面也反映出管理软件市场正在逐渐成熟，客户需求不断升级。我们预计这种趋势在未来几年将会持续。

产品的盈利能力则恰好相反，高端 NC 毛利率最低，低端产品毛利最高。这主要是由于高端产品通常采取直销的模式，并且对交付、实施要求较高，这就要求公司投入相当大的人力、物力资源；低端软件产品化程度较高，对实施、交付要求不高，因此公司通常采取分销模式，让合作伙伴完成对客户销售，因此毛利率较高。

我们预计，未来几年公司的高端软件产品仍将保持较快的增长速度，同时低端产品逐步从 09 年低谷中走出，保持适度的增长速度。就盈利能力而言，高端软件的毛利率

将随着软件成熟度的提高和实施人员经验的日益丰富而逐步改善，同时中低端产品毛利率保持稳定。

高端产品对服务需求较高，我们推测未来公司服务业务增长或将与高端产品增速同步，由于该业务毛利率较低，我们预计该业务的增长将对公司综合盈利能力带来压力。低端产品采用分销模式，后续服务主要由合作伙伴提供，对公司影响较小。

由于高端软件的实施、交付对人员规模有较大的需求，再加上海南、南昌园区建设，我们预计 2010 年公司人员规模增速将与 09 年持平。

发力增长，志在控局

公司提出的 2010 年度方针是：策略准，行动快，高增长，我们理解公司 2010 年将围绕客户经营，重点发展医药、流程制造，银行，传媒出版等新行业，同时保持在制造、财政、烟草等行业内的领先地位，进一步拉大与竞争对手的差距。

在渠道建设方面，公司将进一步完善产业生态链，在经济总量规模较大或发展潜力较大的地区建立客户经营机构，我们预计到 10 年上半年，公司各地的合作伙伴/经营机构总数或将达 100 家。

产品结构将进一步优化，公司将继续提高 NC/U9/U8 等产品的效益，加大咨询、集成、支持、培训业务的比重，改善公司毛利率水平。

外延式成长已成为公司不可或缺的增长方式之一，公司将继续整合行业内具有战略互补性或具有产业生态链价值的企业，这一方面丰富产品线，加深了公司对不同行业应用的理解；另一方面也提高了竞争门槛，拉开竞争差距。

维持公司盈利预测，预计 2010—2012 年公司收入分别为 32.49 亿、42.91 亿和 54.74 亿元，归属母公司净利润分别为 4.94 亿、6.64 亿和 8.72 亿元，每股收益分别为 0.79 元、1.06 元和 1.39 元，维持“增持”评级。

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2215	1367	1747	2026
现金	1625	650	858	1095
应收账款	511	501	658	655
其它应收款	39	54	62	79
预付账款	2	3	4	6
存货	12	26	22	38
其他	26	133	143	154
非流动资产	1604	3010	2556	3035
长期投资	57	51	60	70
固定资产	506	1192	775	1713
无形资产	334	431	437	526
其他	708	1335	1284	725
资产总计	3820	4377	4303	5060
流动负债	1192	1247	823	1121
短期借款	0	574	13	215
应付账款	79	38	50	64
其他	1113	634	760	843
非流动负债	14	27	20	18
长期借款	0	0	0	0
其他	14	27	20	18
负债合计	1206	1274	842	1140
少数股东权益	33	46	66	92
股本	628	628	628	628
资本公积	863	863	863	863
留存收益	1090	1584	1922	2356
归属母公司股东权益	2581	3074	3413	3846
负债和股东权益	3820	4394	4321	5078

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	59	797	1119
净利润	614	507	684	898
折旧摊销	0	98	163	223
财务费用	-11	-14	-6	-16
投资损失	-244	0	-2	-5
营运资金变动	0	-587	-135	16
其它	-359	55	93	2
投资活动现金流	0	-1618	293	-663
资本支出	0	879	-100	756
长期投资	0	513	-247	-247
其他	0	-226	-54	-154
筹资活动现金流	0	584	-881	-220
短期借款	0	574	-561	203
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	161	0	0	0
资本公积增加	-119	0	0	0
其他	-42	10	-320	-422
现金净增加额	0	-975	208	237

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2347	3249	4291	5474
营业成本	391	566	737	943
营业税金及附加	63	91	120	153
营业费用	1050	1381	1815	2299
管理费用	658	907	1180	1500
财务费用	-11	-14	-6	-16
资产减值损失	9	8	8	8
公允价值变动收益	49	0	0	0
投资净收益	244	0	2	5
营业利润	479	311	439	592
营业外收入	202	258	327	413
营业外支出	7	5	6	7
利润总额	674	564	760	998
所得税	60	56	76	100
净利润	614	507	684	898
少数股东损益	20	13	20	26
归属于母公司净利润	594	494	664	872
EBITDA	468	395	596	799
EPS (元)	0.95	0.79	1.06	1.39

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	36.0%	38.5%	32.0%	27.6%
营业利润	94.9%	-35.1%	41.3%	34.7%
净利润	51.7%	-16.8%	34.5%	31.2%
获利能力				
毛利率	83.3%	82.6%	82.8%	82.8%
净利率	25.3%	15.2%	15.5%	15.9%
ROE	23.0%	16.1%	19.5%	22.7%
ROIC	50.3%	12.2%	19.1%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	31.6%	29.0%	19.5%	22.4%
净负债比率				
流动比率	1.86	1.10	2.12	1.81
速动比率	1.85	1.08	2.10	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.79	0.99	1.17
应收账款周转率	6	6	7	7
应付账款周转率	6.53	9.69	16.77	16.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	0.79	1.06	1.39
每股经营现金流	0.00	0.09	1.27	1.78
每股净资产	4.11	4.90	5.44	6.13
估值比率				
P/E	20.25	24.34	18.10	13.79
P/B	4.66	3.91	3.52	3.13
EV/EBITDA	21	25	17	12

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com