



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 公司动态

2009 年 12 月 11 日

软件及服务

研究部

赵苏

分析师

zhaosu@cicc.com.cn

推荐

## 用友软件(600588.CH)

### 新三年规划未超市场预期，重提国际化

#### 主要财务信息

| (百万元)             | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入            | 1,356.9 | 1,725.6 | 2,179.1 | 2,794.8 | 3,636.7 |
| (+/-%)            | 21.8%   | 27.2%   | 26.3%   | 28.3%   | 30.1%   |
| 经营性营业利润           | 131.2   | 160.0   | 131.8   | 230.6   | 336.1   |
| (+/-%)            | 132.3%  | 22.0%   | -17.6%  | 75.0%   | 45.7%   |
| ①净利润              | 360.5   | 395.4   | 551.3   | 445.8   | 604.9   |
| 每股收益(元)           | 0.59    | 0.65    | 0.91    | 0.73    | 1.00    |
| (+/-%)            | 109.9%  | 9.7%    | 39.4%   | -19.1%  | 35.7%   |
| ②经营性净利润           | 224.9   | 272.1   | 295.4   | 427.6   | 586.6   |
| 经营性每股收益(元)        | 0.37    | 0.45    | 0.49    | 0.70    | 0.97    |
| (+/-%)            | 71.1%   | 21.0%   | 8.6%    | 44.8%   | 37.2%   |
| 经营性市盈率(不含净现金*, 倍) | 63.6    | 52.6    | 48.4    | 33.4    | 24.4    |
| 净资产收益率(%)         | 9.9%    | 13.9%   | 13.6%   | 16.2%   | 19.4%   |
| 投入资本回报率(%)        | 9.1%    | 12.6%   | 11.6%   | 15.4%   | 18.5%   |

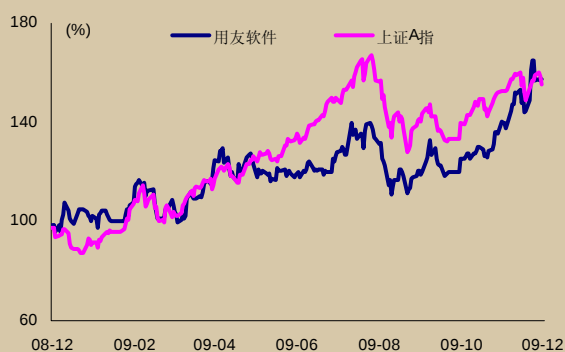
#### 股票信息

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 股票代码        | 600588.CH          |
| 当前股价        | 人民币25.19           |
| 日成交量(百万股)   | 3.422              |
| 52周最高价/最低价  | 人民币26.69/14.923    |
| 总市值(百万元)    | 15,282             |
| 发行股数(百万股)   | 607                |
| 其中:流通股(百万股) | 248                |
| 主要股东(持股比例)  | 北京用友科技有限公司(30.09%) |

#### 最近估值走势

|       | Last Week | 1m      | 3m      | YTD     |
|-------|-----------|---------|---------|---------|
| 用友软件  | -4.11%    | +13.11% | +33.14% | +50.59% |
| 上证A指  | -0.31%    | +2.33%  | +11.19% | +78.54% |
| 软件及服务 | -2.21%    | +8.85%  | +24.83% | +90.19% |

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

#### 公司近况:

用友软件在昨天的投资者交流会上讨论了新三年发展规划, 亮点不少, 但除重提国际化外基本符合市场预期。公司并未给出明确增长目标。

#### 评论:

我们认同公司再提国际化, 但对公司业绩影响短期难以体现。公司计划到 2012 年国际业务占收比超过 10% (按照 3 年复合增长 30% 计算, 公司 2012 年收入规模接近 50 亿, 则国际业务接近 5 亿元)。

- 事隔 3 年重提国际化, 公司谨慎务实许多: ①重点“借船出海”, 随国内现有大型客户海外开设分支机构以及收并购拓展市场, 满足其需求。之前随中建在中东和非洲只有少量业务, 并未正式推广; ②港澳台和东南亚原有一定基础, 依靠伙伴发展。

而公司提到管理软件行业趋势向好、加速培植“伟库网”和进行产业投资方面与我们之前预期一致:

- 我们认为管理软件产品在经济复苏时, 需求有望加速释放。同时, 公司认为得益于金融危机后中国和亚洲企业/政府转型发展, 更注重信息化以及用友的竞争实力更强, 有望成为市场整合者。
- “伟库网”在线业务, 公司将从后台管理向营销类业务转型, 正是我们所说的“类阿里巴巴”型业务。未来 3 年公司考核更看重商业模式和付费用户基础。
- 主业以外的产业投资业务, 与我们提到的“PE”业务类似。公司将凭借其①产业知识优势; ②客户基础优势, 加强投资。

#### 估值与建议:

在产生新的收并购之前, 我们维持 2009~2011 年分别为 0.49、0.7 和 0.97 元的主业每股收益, 对应剔除 1.62 元净现金市盈率分别为 48.4 倍、33.4 倍和 24.4 倍, 处于可比公司中值水平, 尚未产生明显溢价。同时, 考虑用友工程和用友致远可能创业板上市的短期刺激, 以及公司潜在收并购利好, 重申“推荐”的投资评级。

## 附录：投资者交流会纪要

时间：2009 年 12 月 10 日

地点：用友软件园，北京

出席：总裁王文京、副总裁、财务总监郭新平、董事吴政平、业务发展总监邓时宜、董秘欧阳青、投资者关系经理尤宏涛及投资者（主要券商、基金和机构约 50 人）

### 一、09 年度经营简介

**策略层面：**公司年初在金融危机最严重的时候，在采取“稳健经营”策略，年度中间，随宏观形势的变化，策略调整为“乘势而上，加大投入”。

**产品布局：**①高端：NC5.6 发版，eER 连锁企业项目；②中高端：U8 8.9、U92.0、TurboCRM6.1 和 PDM5.0；③低端布局 T1/T3/T6；④行业子公司包括政务、方正春园、烟草、华表加快开发。

**营销体系建设：**新设 16 家地市公司，21 个城市业务部和 23 个地区业务部，发展新伙伴 400 多家。目前总计 64 家分子公司和海外机构，2695 家合作伙伴。

**加大投入：**包括品牌媒体宣传投入，如 CCTV 广告；“千人招聘”计划基本到位，同时优化了人员结构；完成最后一期股权激励计划。

全年力争收入增长 20% 以上（相对保守，前 3 季度增长已经达到 23.3%）。

### 二、前三年规划简要回顾

**产品发展：**①NC 从 v5.0 到 v5.6；②U870 到 U890 和 U9 v2.0；③通系列发展成 T1/T3/T6 多产品；④SaaS 业务、CRM 和 PDM 以及一些行业解决方案从无到有。

**营销体系：**直销客户从 40 家到 64 家，伙伴从 1500 家到 2695 家。

**收购兼并：**房地产行业（上海天诺）、税务（宏图天安）、CRM（特博深）、财政（方正春元）、PLM（重庆迈特）和互联网应用（上海恒聚网络）

**经营模式转变：**从产品型公司向客户服务型公司转变，需要 2 个三年规划。

### 三、新三年规划设想

#### 新三年产业判断

1、金融危机后中国和亚洲的企业/政府信息化进入新时期，软件和服务市场放量上涨。

- 中国经济增长转型升级，更加重视技术进步、内部管理。信息化渗透率和信息化投资强度会加大，软件服务占比会提升；
- 客户注重供应商全面解决方案、专业服务和持续发展能力，市场向主力厂商集中；
- 进入客户价值链，用友客户群基础具有巨大经

营价值，服务购买增长；

- 新的需求如电子商务、全球经营等；
- 产业动向如云计算、SaaS、移动应用和 SOA。

2、中国产生世界级管理软件厂商机会增加

- 中国在全球经济地位攀升；
- 中国厂商在中国和亚洲管理软件及在线服务市场竞争优势开始显现，包括：①中国企业引领经营管理创新；②欧美厂商在金融危机中实力削弱；③中国厂商集中整合，领头厂商生态链扩大；④中国厂商在亚洲市场竞争力提升；⑤中国和亚洲市场容量够大。
- 国家和地方政府的积极扶持态度。如北京和中关村园区或出台扶强做大政策。

3、未来 3 年是用友发展的关键时期

- 努力成为中国管理软件“控局者”；
- 用友向“世界级”发展的突破期；
- 抓住机遇加速发展。

#### 公司定位：

为中国、亚洲并将扩展到全球的企业/政府/社团组织管理经营提供信息化服务。

#### 业务方向：

主营业务：①管理软件服务（企业/政府）和②移动网络服务（移动业务在集团培育）

其他业务：①产业基地，包括北京研发总部、南昌服务基地，和即将建设的培训基地（提供客户培训业务）；②投资业务，进行与主业相关的产业投资。

#### 发展目标：

成为世界级管理软件提供商，代表亚洲进入世界前 3

#### 发展战略：

“压强发展”管理软件和服务

“加速培植”移动和网络服务

其中，“压强发展”管理软件和服务包括：

- 行业化和规模化客户经营策略，①符合客户需求、提高客户满意度、深化客户经营；②拓展市场空间、促进公司业务成长；③形成更大差异化竞争优势（行业+后台应用+平台+区域服务）；④人员能力建设更容易和快速；⑤总部与客户经营机构业务一体化，全国资源共享，提高内部运作效率；
- 产品技术进一步创新，采用分层分布式研究开发和共享体系；
- 加强区域覆盖和“第二阶段国际化”，包括与中国企业全球化同行和在港澳台东南亚推广。
- 收购兼并：要把握机遇，积极实施产业整合、继续

作为关键业务和主营业务重要增长途径。购并对象选择战略互补性（行业、领域、服务、区域）和业绩增加型经营的成功企业。同时参股投资具有产业链价值的企业。可采取现金、股票等多种支付方式。目前有几个并购项目正在推进之中。

- 5、组织、人才和激励优化升级：①组织上加强中高端业务群和行业子公司发展、小型和服务考虑用独立子公司、移动和网络板块独立品牌子公司运行；②人员继续扩大，优化结构，升级薪酬体系，吸引业务优秀人才；③完善建立增长和效益导向的中短期激励机制、区分成熟、新创业务，继续完善和实施长期激励机制。

#### 四、投资者关心的问题

##### 新三年收入和利润规划？利润率能否提升？费用率为何持续较高？

从收入增速来看，将会加速发展，希望未来3年速度比前3年有个比较大的突破。优先考虑收入的规模增长，靠收入增长推动利润增长。其中，预计20%~30%收入总量来自于持续的并购。

主营以外的业务不构成收入，预计2012年管理软件业务占收比90%，而网络和移动业务10%左右，并不把收入作为主要考核指标。

从利润率方面看，预计提升较难。尽管产品行业化提升复用率、服务比例增加等都会提升利润率，但U9仍在推广期，公司仍在加大投入。不排除未来牺牲利润率保证市场扩张的可能性。

费用率之所以难以降下来，最主要是商业模式的原因。高端业务直销比例较高，因此利润率低；价格竞争确实存在，但用友的产品报价与国内竞争产品比都较高。

##### 管理软件行业的核心竞争力？用友为什么能与竞争对手拉开差距？

- 1、面向最终客户的经营体系，包括销售、售前、区域市场、行业和地区的覆盖等；
- 2、产品线的成熟度。

用友优势地位提升，在于3年来①向“客户经营”模式转变，加大行业覆盖和区域覆盖；②产品线实现全面覆盖，U9在国内没有竞争对手，U8的行业解决方案也颇具竞争力。

##### 用友再提国际化，如何防范风险以及发展目标如何？

主要采用“借船出海”模式，防范风险也是满足“客户经营”策略需要，随着越来越多的中国企业海外经营和收并购，需求显现，并且这些客户都是高价值客户。

之前只有零星案例，如随中建集团在中东和非洲等地有项目。没有正式推广。

长远来看，希望到2012年，占收比能够达到10%以上。

需要解决的问题包括：①产品解决方案要支持。U9和NC的产品架构没有问题，但是需要适应当地税法和会计制度等；②海外业务机构和团队的建设，可以借助客户力量；③项目可以离岸发包回国内进行。

##### U9何时v3.0发版，能否成为旗舰产品、收入规模达到3~5亿？U9的.NET架构和J2EE是否有冲突，在行业应用中难以兼容？竞争地位如何？

用友的旗舰产品目前看是NC和U8，后3年U9肯定成长为公司最大业务线之一，计划2010年中v3.0发版，达到3亿规模应该在2011年。

目前U9和Oracle数据库兼容有问题，下个版本中会解决掉，其他方面不存在兼容问题。

U9的客户目前看都是使用过ERP的用户，为了升级应用而购买U9。因为U9的多组织生产制造功能是别的产品难以替代的。在公司内部，U9和U8的替代效应也不明显，单组织制造和多组织制造分工较为明确。在这一市场，台湾鼎新产品功能稍逊而SAP价格过高，且应用过于复杂。

##### 行业化发展方向？是否钢铁电力等行业难以进入？

用友已经进入很多行业，如烟草、出版传媒、医疗卫生等。钢铁已经有一批客户基础，未来会进一步做大。电力行业以前有些发电厂客户，但电网客户较少，仅在个别项目上有些渗透；并且智能电网公司还没有规划。未来还是以自己经营进入为主，不会与别的厂商合作，尚未发现合适的并购对象。另外希望希望能够进入电信、银行市场。

##### “伟库网”业务的发展思路？

“伟库网”是公司战略业务，希望在新的3年加快培植，考核的是业务模式和客户基础，而不是收入规模。未来将从后台管理向营销类业务转型，与“阿里巴巴”可以直接竞争。三年规划目标用户数还没确定。

思路上来说，①为中高端客户群发展电子商务解决方案，客户自己运营；②在中低客户群，用友作平台运营商。

为了应对“阿里巴巴”从电子商务向软件渗透，用友可以反渗透。未来希望围绕企业的应用服务，方式上把移动和网络结合起来。

##### 医疗行业的发展思路？

用友投资1亿成立医疗子公司，已经收购了2家公司，一家参股公司和江门“安易医疗”（AnyiHIS）。

目前这一行业最大的竞争对手年收入也就1亿左右水平，用友医疗希望3年内成为行业前3。业务方向主要包括：区域医疗、数字化医院、个人的专业服务。

图表 1：历史和预测的财务指标

| (百万人民币)            | 2007A            | 2008A            | 2009E            | 2010E            | 2011E            | 08 vs. 07 | 09 vs. 08 | 10 vs. 09 | 11 vs. 10 |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>主营业务收入</b>      | <b>1,356.9</b>   | <b>1,725.6</b>   | <b>2,179.1</b>   | <b>2,794.8</b>   | <b>3,636.7</b>   | 27.2%     | 26.3%     | 28.3%     | 30.1%     |
| 软件销售               | 915.8            | 1,141.7          | 1,390.8          | 1,746.8          | 2,225.5          | 24.7%     | 21.8%     | 25.6%     | 27.4%     |
| NC                 | 238.4            | 388.8            | 595.1            | 827.1            | 1,108.4          | 63.1%     | 53.1%     | 39.0%     | 34.0%     |
| U8                 | 442.2            | 331.1            | 337.9            | 366.5            | 413.3            | -25.1%    | 2.1%      | 8.5%      | 12.8%     |
| U9                 | -                | 28.0             | 54.0             | 86.4             | 129.6            | n.a.      | n.a.      | 60.0%     | 50.0%     |
| Tong               | 106.4            | 233.2            | 225.6            | 235.2            | 261.6            | 119.2%    | -3.3%     | 4.3%      | 11.2%     |
| 其他                 | 128.9            | 160.5            | 178.2            | 231.6            | 312.7            | 24.6%     | 11.0%     | 30.0%     | 35.0%     |
| 技术服务及培训            | 382.8            | 492.8            | 635.8            | 852.3            | 1,156.5          | 28.7%     | 29.0%     | 34.1%     | 35.7%     |
| 软件配套               | 54.3             | 82.5             | 87.2             | 111.8            | 145.5            | 52.0%     | 5.7%      | 28.3%     | 30.1%     |
| 其他                 | 3.9              | 8.6              | 65.4             | 83.8             | 109.1            | 119.8%    | 660.4%    | 28.3%     | 30.1%     |
| 占收比                |                  |                  |                  |                  |                  |           |           |           |           |
| NC                 | 17.6%            | 22.5%            | 27.3%            | 29.6%            | 30.5%            | 5.0%      | 4.8%      | 2.3%      | 0.9%      |
| U8                 | 32.6%            | 19.2%            | 15.5%            | 13.1%            | 11.4%            | -13.4%    | -3.7%     | -2.4%     | -1.8%     |
| U9                 | 0.0%             | 1.6%             | 2.5%             | 3.1%             | 3.6%             | 1.6%      | 0.9%      | 0.6%      | 0.5%      |
| Tong               | 7.8%             | 13.5%            | 10.4%            | 8.4%             | 7.2%             | 5.7%      | -3.2%     | -1.9%     | -1.2%     |
| 其他                 | 9.5%             | 9.3%             | 8.2%             | 8.3%             | 8.6%             | -0.2%     | -1.1%     | 0.1%      | 0.3%      |
| 技术服务及培训            | 28.2%            | 28.6%            | 29.2%            | 30.5%            | 31.8%            | 0.3%      | 0.6%      | 1.3%      | 1.3%      |
| 软件配套               | 4.0%             | 4.8%             | 4.0%             | 4.0%             | 4.0%             | 0.8%      | -0.8%     | 0.0%      | 0.0%      |
| 其他                 | 0.3%             | 0.5%             | 3.0%             | 3.0%             | 3.0%             | 0.2%      | 2.5%      | 0.0%      | 0.0%      |
| <b>主营业务成本</b>      | <b>(150.8)</b>   | <b>(212.3)</b>   | <b>(300.0)</b>   | <b>(427.1)</b>   | <b>(586.5)</b>   | 40.8%     | 41.3%     | 42.4%     | 37.3%     |
| <b>毛利率</b>         | <b>88.9%</b>     | <b>87.7%</b>     | <b>86.2%</b>     | <b>84.7%</b>     | <b>83.9%</b>     | -1.2%     | -1.5%     | -1.5%     | -0.8%     |
| <b>主营业务税金及附加</b>   | <b>(35.6)</b>    | <b>(48.0)</b>    | <b>(65.4)</b>    | <b>(83.8)</b>    | <b>(109.1)</b>   | 34.7%     | 36.1%     | 28.3%     | 30.1%     |
| <b>主营业务利润</b>      | <b>1,170.4</b>   | <b>1,465.3</b>   | <b>1,813.8</b>   | <b>2,283.9</b>   | <b>2,941.1</b>   | 25.2%     | 23.8%     | 25.9%     | 28.8%     |
| <b>费用</b>          | <b>(1,045.9)</b> | <b>(1,343.3)</b> | <b>(1,682.0)</b> | <b>(2,053.2)</b> | <b>(2,605.0)</b> | 28.4%     | 25.2%     | 22.1%     | 26.9%     |
| 费用率                | 77.1%            | 77.8%            | 77.2%            | 73.5%            | 71.6%            | 0.8%      | -0.7%     | -3.7%     | -1.8%     |
| 营业费用               | (606.7)          | (778.9)          | (980.7)          | (1,229.0)        | (1,577.8)        | 28.4%     | 25.9%     | 25.3%     | 28.4%     |
| 营业费用率              | 44.7%            | 45.1%            | 45.0%            | 44.0%            | 43.4%            | 0.4%      | -0.1%     | -1.0%     | -0.6%     |
| 管理费用               | (440.8)          | (565.7)          | (703.8)          | (829.3)          | (1,020.6)        | 28.3%     | 24.4%     | 17.8%     | 23.1%     |
| 管理费用率              | 32.5%            | 32.8%            | 32.3%            | 29.7%            | 28.1%            | 0.3%      | -0.5%     | -2.6%     | -1.6%     |
| 财务费用               | 5.9              | 8.3              | 13.1             | 18.1             | 22.5             | 40.4%     | 57.8%     | 38.1%     | 24.6%     |
| 财务费用率              | -0.4%            | -0.5%            | -0.6%            | -0.6%            | -0.6%            | 0.0%      | -0.1%     | 0.0%      | 0.0%      |
| 资产减值损失             | (4.3)            | (7.0)            | (10.5)           | (13.0)           | (29.1)           | 61.8%     | 50.2%     | 23.6%     | 123.7%    |
| 减值损失率              | 0.3%             | 0.4%             | 0.5%             | 0.5%             | 0.8%             | 0.1%      | 0.1%      | 0.0%      | 0.3%      |
| 公允价值变动             | 43.6             | (76.5)           | -                | -                | -                | n.m.      | n.m.      | n.m.      | n.m.      |
| 投资收益               | 108.2            | 204.3            | 290.0            | 20.0             | 20.0             | n.m.      | n.m.      | n.m.      | n.m.      |
| <b>营业利润</b>        | <b>276.3</b>     | <b>249.9</b>     | <b>421.8</b>     | <b>250.6</b>     | <b>356.1</b>     | -9.6%     | 68.8%     | -40.6%    | 42.1%     |
| 营业利润率              | 20.4%            | 14.5%            | 19.4%            | 9.0%             | 9.8%             | -5.9%     | 4.9%      | -10.4%    | 0.8%      |
| <b>税前利润</b>        | <b>387.8</b>     | <b>468.1</b>     | <b>626.3</b>     | <b>509.0</b>     | <b>685.8</b>     | 20.7%     | 33.8%     | -18.7%    | 34.7%     |
| <b>所得税</b>         | <b>(28.1)</b>    | <b>(60.3)</b>    | <b>(62.6)</b>    | <b>(50.9)</b>    | <b>(68.6)</b>    | 114.2%    | 3.9%      | -18.7%    | 34.7%     |
| 有效税率               | 7.3%             | 12.9%            | 10.0%            | 10.0%            | 10.0%            | 5.6%      | -2.9%     | 0.0%      | 0.0%      |
| <b>少数股东损益</b>      | <b>0.8</b>       | <b>(12.3)</b>    | <b>(12.3)</b>    | <b>(12.3)</b>    | <b>(12.3)</b>    | n.m.      | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      |
| <b>净利润</b>         | <b>360.5</b>     | <b>395.4</b>     | <b>551.3</b>     | <b>445.8</b>     | <b>604.9</b>     | 9.7%      | 39.4%     | -19.1%    | 35.7%     |
| 净利率                | 26.6%            | 22.9%            | 25.3%            | 16.0%            | 16.6%            | -3.7%     | 2.4%      | -9.4%     | 0.7%      |
| <b>每股收益 (元)</b>    | <b>0.59</b>      | <b>0.65</b>      | <b>0.91</b>      | <b>0.73</b>      | <b>1.00</b>      | 9.7%      | 39.4%     | -19.1%    | 35.7%     |
| <b>剔除投资收益及激励成本</b> |                  |                  |                  |                  |                  |           |           |           |           |
| <b>经营性净利润</b>      | <b>224.9</b>     | <b>272.1</b>     | <b>295.4</b>     | <b>427.6</b>     | <b>586.6</b>     | 21.0%     | 8.6%      | 44.8%     | 37.2%     |
| 经营性净利率             | 16.6%            | 15.8%            | 13.6%            | 15.3%            | 16.1%            | -0.8%     | -2.2%     | 1.7%      | 0.8%      |
| <b>经营性每股收益 (元)</b> | <b>0.37</b>      | <b>0.45</b>      | <b>0.49</b>      | <b>0.70</b>      | <b>0.97</b>      | 21.0%     | 8.6%      | 44.8%     | 37.2%     |

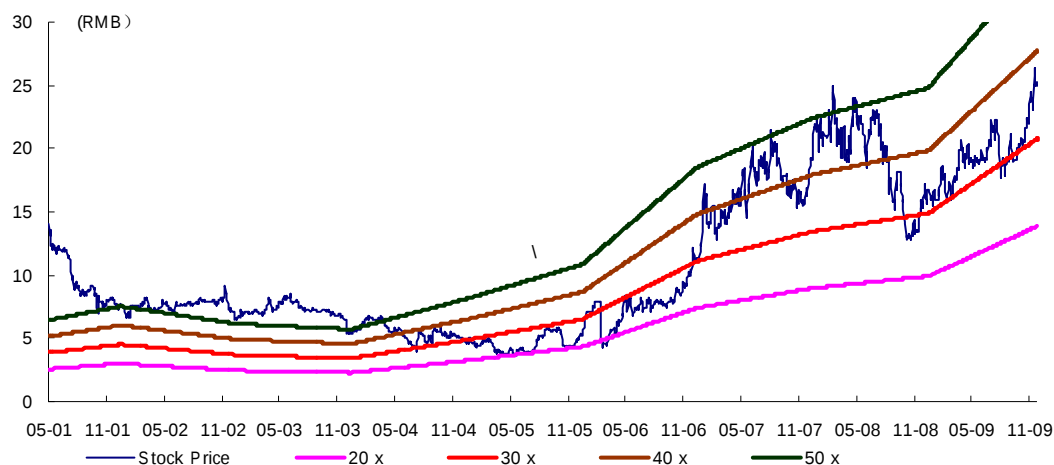
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值

|                   | 股价         | 总市值     | 销售规模   | 市盈率          |              |              |              | 利润增长率        |              | PEG         |
|-------------------|------------|---------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                   | 09-12-10   | (百万美元)  | (百万美元) | 2007A        | 2008A        | 2009E        | 2010E        | 2010E        | FY11/FY09    | 2010E       |
| <b>A股可比公司</b>     |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| <b>软件产品及行业应用</b>  |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| 用友软件              | CNY 25.19  | 2,239   | 246    | 42.4x        | 38.6x        | 27.7x        | 34.3x        | 25.3x        | 4.7%         | 7.2x        |
| 用友软件 (经常性, 不含净现金) | CNY 23.57  | 2,239   | 246    | 63.6x        | 52.6x        | 48.4x        | 33.4x        | 24.4x        | 40.9%        | 0.8x        |
| 航天信息 (不含净现金)      | CNY 15.41  | 2,489   | 859    | 30.2x        | 25.7x        | 22.1x        | 18.5x        | 15.5x        | 19.3%        | 1.0x        |
| 石基信息              | CNY 35.25  | 1,157   | 64     | 78.0x        | 55.5x        | 43.2x        | 33.9x        | 27.2x        | 26.1%        | 1.3x        |
| 川大智胜              | CNY 38.08  | 348     | 17     | 90.8x        | 78.8x        | 58.5x        | 41.5x        | 30.1x        | 39.4%        | 1.1x        |
| 宝信软件              | CNY 30.18  | 936     | 312    | 57.8x        | 43.7x        | 35.8x        | 29.0x        | 24.0x        | 22.1%        | 1.3x        |
| 青岛软控              | CNY 20.94  | 1,518   | 133    | 72.3x        | 46.3x        | 33.9x        | 26.7x        | 21.0x        | 27.2%        | 1.0x        |
| 亿阳信通              | CNY 14.99  | 773     | 123    | 45.2x        | 71.6x        | 36.5x        | 28.2x        | 23.7x        | 24.0%        | 1.2x        |
| 久其软件              | CNY 52.56  | 470     | 19     | 77.0x        | 66.0x        | 55.4x        | 42.4x        | 32.2x        | 31.2%        | 1.4x        |
| 恒生电子              | CNY 18.52  | 1,209   | 95     | 65.3x        | 61.5x        | 41.1x        | 33.3x        | 26.8x        | 23.8%        | 1.4x        |
| 远光软件              | CNY 20.84  | 603     | 31     | 74.2x        | 55.7x        | 45.1x        | 34.2x        | 26.3x        | 30.9%        | 1.1x        |
| 辉煌科技              | CNY 54.08  | 487     | 19     | 100.1x       | 76.3x        | 60.2x        | 44.5x        | 34.1x        | 32.9%        | 1.4x        |
| <b>中值</b>         |            |         |        | <b>72.3x</b> | <b>55.7x</b> | <b>43.2x</b> | <b>33.4x</b> | <b>26.3x</b> | <b>27.2%</b> | <b>1.2x</b> |
| <b>系统集成</b>       |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| 华胜天成              | CNY 15.70  | 1,060   | 427    | 40.6x        | 35.8x        | 33.9x        | 26.9x        | 24.0x        | 18.9%        | 1.4x        |
| 东华软件              | CNY 21.35  | 1,332   | 168    | 96.0x        | 51.2x        | 36.8x        | 27.2x        | 20.7x        | 33.2%        | 0.8x        |
| 中国软件              | CNY 24.51  | 810     | 322    | 71.9x        | 118.7x       | 77.0x        | 55.0x        | 57.7x        | 15.5%        | 3.5x        |
| <b>中值</b>         |            |         |        | <b>71.9x</b> | <b>51.2x</b> | <b>36.8x</b> | <b>27.2x</b> | <b>24.0x</b> | <b>18.9%</b> | <b>1.4x</b> |
| <b>A股可比公司中值</b>   |            |         |        | <b>72.1x</b> | <b>55.6x</b> | <b>42.1x</b> | <b>33.4x</b> | <b>25.4x</b> | <b>26.6%</b> | <b>1.2x</b> |
| <b>港股可比公司</b>     |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| <b>软件产品及行业应用</b>  |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| 中国航信              | HKD 7.74   | 1,948   | 259    | 21.5x        | 24.2x        | 19.0x        | 16.7x        | 15.2x        | 11.8%        | 1.4x        |
| 金碟软件              | HKD 1.82   | 482     | 113    | 23.7x        | 22.4x        | 23.3x        | 19.1x        | 15.0x        | 24.8%        | 0.8x        |
| <b>港股可比公司中值</b>   |            |         |        | <b>22.6x</b> | <b>23.3x</b> | <b>21.2x</b> | <b>17.9x</b> | <b>15.1x</b> | <b>18.3%</b> | <b>1.1x</b> |
| <b>国际可比公司</b>     |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| <b>软件产品</b>       |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| Microsoft         | USD 29.88  | 265,308 | 60,420 | 20.8x        | 15.7x        | 17.7x        | 16.5x        | 14.6x        | 9.9%         | 1.7x        |
| Symantec          | USD 17.83  | 14,452  | 5,874  | 42.5x        | 33.6x        | 11.6x        | 12.3x        | 11.5x        | 0.6%         | 22.3x       |
| Adobe             | USD 35.88  | 18,790  | 3,580  | 28.9x        | 22.1x        | 23.6x        | 20.3x        | 17.3x        | 16.6%        | 1.2x        |
| <b>中值</b>         |            |         |        | <b>28.9x</b> | <b>22.1x</b> | <b>17.7x</b> | <b>16.5x</b> | <b>14.6x</b> | <b>9.9%</b>  | <b>1.7x</b> |
| <b>解决方案</b>       |            |         |        |              |              |              |              |              |              |             |
| Intuit            | USD 29.98  | 9,496   | 3,071  | 23.4x        | 20.7x        | 16.5x        | 15.4x        | 13.8x        | 9.6%         | 1.6x        |
| Sage              | GBP 232.10 | 1,877   | 797    | 19.6x        | 18.2x        | 14.2x        | 13.1x        | 12.3x        | 7.4%         | 1.8x        |
| Oracle            | USD 22.62  | 113,413 | 22,430 | 27.3x        | 20.9x        | 15.9x        | 14.9x        | 13.5x        | 8.5%         | 1.7x        |
| SAP               | EUR 30.26  | 25,234  | 7,874  | 19.1x        | 19.5x        | 17.8x        | 15.3x        | 13.7x        | 14.2%        | 1.1x        |
| Citrix            | USD 38.87  | 7,112   | 1,583  | 32.9x        | 40.1x        | 23.5x        | 20.9x        | 19.6x        | 9.5%         | 2.2x        |
| <b>中值</b>         |            |         |        | <b>23.4x</b> | <b>20.2x</b> | <b>16.9x</b> | <b>15.1x</b> | <b>13.6x</b> | <b>9.0%</b>  | <b>1.8x</b> |
| <b>国际可比公司中值</b>   |            |         |        | <b>27.3x</b> | <b>20.9x</b> | <b>17.7x</b> | <b>15.3x</b> | <b>13.7x</b> | <b>9.5%</b>  | <b>1.7x</b> |

资料来源: Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 3：历史市盈率区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 北京

### 中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

## 上海

### 中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

## 香港

### 中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

## 香港

### 中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

### 中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。