

用友软件 (600588)

公司研究/深度报告

软件变革时期范本，初现企业信息化平台雏形

—用友软件 (600588) 深度研究报告

民生精品---深度报告/计算机及信息服务行业

2011 年 07 月 11 日

报告摘要:

● 用友：软件变革时期范本，初现企业信息化平台雏形

通过多年发展，基于 ERP 和管理软件产品的优势，用友继续向业务前端拓展，有效整合了部分行业内企业的内部信息化流程。在企业信息化不断深入的背景下，用友通过 PaaS 开放平台，丰富应用模块，提升企业满意度。在此基础上，通过全程电子商务平台围绕企业内部与外部做更进一步的深化和拓展，从而构建起内外一体化的企业信息化平台。

● 国内管理软件行业需求回暖，行业一体化趋势增强

宏观层面，(1) 宏观经济好转以及中国企业的自身发展变化的要求；(2) 去年以来劳动力成本的刚性上升 (3) 信息化应用广度扩大及信息化应用深化等诸多因素使得企业信息化需求增加。微观层面，样本调查显示 09 年以来实施 ERP 企业数量大幅增加，主要 ERP 厂商的收入增长较快。

● 三年投入预期在今年显现成效

由于公司在金融危机后渠道和人员扩张迅速，并加大了医疗等行业投入，诸多因素导致公司去年和一季度费用增加较多，但在内部考核由收付实现制转向权责发生制的背景下，公司今年积极采取各项费用控制措施，有望实现收入增长 35% 以上，扣非后净利润增长 70% 以上的经营目标，实际上这也是第二期股权激励计划条件之一。

● PaaS 开放平台催化用友巨变

基于伟库 PaaS 平台，客户以及 ISV (独立软件供应商) 可以基于用友 PaaS 平台开发、发布应用服务，并参与收益分成，VAR (增值代理商) 可以基于 PaaS 平台代理各种应用并进行营销获取收益。用友和第三方将共同为客户提供丰富的软件产品和服务，形成业态的正向反馈。

● 深化行业应用，SaaS 应用助力产业链布局

行业层面，预计烟草公司未来三年增速在 35%-40%，政务公司增速为 30% 左右，医疗业务发展前景较好，预计增速在 50% 以上，英孚思为增速在 50% 左右。产品层面，NC 定位高端客户，提高服务比重；U8 针对中端客户，提高分销比例；而通则定位低端客户，做大客户规模。畅捷通客户将成为 U8/U9 的客户来源和基础。

● 重申“强烈推荐”评级

预计 2011-2013 年净利润增速分别为 74.4%/30.8%/29.9%，EPS 分别为 0.71/0.93/1.21 元。凭借财务及管理软件领域的既定优势，通过深化行业应用，打通行业产业链，用友已经初步展现企业信息化平台的雏形。基于这种革命性变化，我们认为用友将开启未来快速发展，成为管理软件市场控局者的时代。重申此前“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,979	3,964	5,262	6,906
增长率 (%)	26.92%	33.08%	32.74%	31.26%
归属母公司股东净利润 (百万元)	332	574	775	1,015
增长率 (%)	-44.07%	72.83%	35.08%	30.89%
每股收益 (元)	0.41	0.70	0.95	1.24
PE	54.72	31.66	23.44	17.90
PB	7.08	5.74	4.57	3.61

资料来源：民生证券研究所

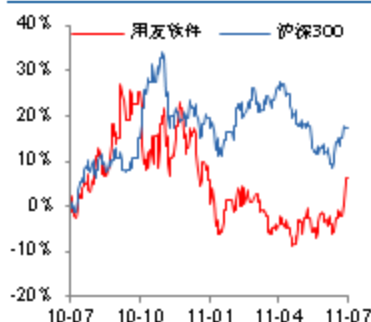
强烈推荐

维持评级

交易数据 (2011-07-08)

收盘价 (元)	22.25
近 12 个月最高/最低	27.28/18.88
总股本 (百万股)	816.03
流通股本 (百万股)	805.14
流通股比例%	98.67
总市值 (亿元)	181.57
流通市值 (亿元)	179.14

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100511010007

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

相关研究

1. 《期待效益化、高增长的 2011 年——用友软件投资者见面会会议纪要》，2010427
2. 《大力投入初见成效》用友一季报点评，20110503

目录

一、用友：软件变革时期范本，初现企业信息化平台雏形	3
二、用友步入 ERP2.0 时代，转型平台型企业	4
1、平台型企业的界定	4
2、用友初现企业信息化平台型公司雏形	5
三、国内管理软件行业需求回暖，一体化趋势增强	5
1、企业信息化市场需求回暖，管理软件行业发展加速	5
1.1 宏观考量——宏观经济恢复性增长提振企业信息化增速	5
1.2 微观观察——09 年以来实施 ERP 系统的企业数量增多，ERP 厂商收入增长较快	7
2、ERP 发展的新趋势：一体化、电商化	9
2.1 一体化	9
2.2 电商化	10
四、用友凭借 ERP 优势奠定企业内部信息化基础	11
1、凭借渠道优势完成财务到管理软件的蜕变	11
2、用友客户覆盖面最全，渠道优势明显	12
2.1 高中低端客户全面覆盖	12
2.2 产品覆盖企业所有管理领域	13
2.3 产业链完整，渠道优势明显	13
2.4 主要行业基本覆盖，在项目管理行业具有比较优势	14
3、S+S 的云战略，从产品厂商转型服务厂商	15
4.1 通过 SaaS 方式，由产品型公司向服务型公司转型	15
4.2 伴随软件产品的内涵深化，逐步提高服务合同占比	16
4、行业需求旺盛，三年投入预计将在今年显现成效	17
3.1 行业拓展	17
3.2 渠道下沉，增加客户覆盖	17
3.3 提高人均产出	18
3.4 收入导向转向利润导向，严格控制费用	19
五、PAAS 开放平台催化用友巨变	20
1、伟库成为 PAAS 开放平台的载体	20
2、伟库为中小企业提供全程电子商务平台	21
六、深化行业应用，SAAS 应用助力产业链布局	22
1、行业布局：深化行业应用，从管理软件到业务软件	22
2.1 用友政务——面向政府和行政事业单位	22
2.2 用友医疗——侧重区域卫生信息平台，打造“健康云”	23
2.3 英孚思为——构建汽车行业生态圈	27
2、产品布局：根据产品线，对客户进行分级	28
1.1 NC——定位高端客户群，提高服务比重	28
1.2 U8——定位中端客户群，提高分销比重	30
1.3 通——定位低端客户群，做大客户规模	32
3、用友初步搭建企业信息化平台	33
七、盈利预测与估值	34
八、风险提示	35

一、用友：软件变革时期范本，初现企业信息化平台雏形

是时候更新对用友的认识了。

2009-2010 年，用友内部发生了革命性的变化，我们认为，这种变化将成为用友未来十年获得新生的基因。此时的用友，正在从一个传统的软件企业转型成为平台型企业，这既是软件和互联网行业的发展趋势，也迎合了企业信息化的本质需求。

1、用友有超过 120 万企业客户基础。凭借会计电算化的时代背景以及财会标准制定者的优势，用友从财务软件起家，成功转型成为一家管理软件企业。（1）高中低端客户全覆盖；（2）产品覆盖企业所有管理领域；（3）产业链完整，渠道优势明显。由此，用友积累了超过 120 万企业客户，成为用友云战略落地的基础。

2、基于开放的 PaaS 平台产品，用友和第三方将共同为客户提供丰富的软件产品和服务，形成业态的正向反馈。在伟库 PaaS 云平台之上，不仅可运行用友集团的各种企业云服务，还可运行第三方服务，并为其提供平台和技术支持。

3、用友基于已经形成的管理软件的优势，初步搭建企业信息化平台：（1）针对大型客户，深化行业应用，将其软件服务贯穿客户前端业务及后台管理整个流程。在部署方式上，既可以构筑于云端，也可部署到客户 PC 或者移动终端中，为客户提供完整的信息化解决方案，形成价值闭环。（2）针对中小型客户，提供从前端交易到后台管理的全程电子商务服务（eERP）。由此，用友面向客户提供了从业务到管理的全程解决方案，并通过全程电子商务平台围绕企业内部与外部做更进一步的深化和拓展，从而构建起内外一体化的企业信息化平台，意欲实现信息化从部门级向企业级，再向产业链级的跨越。

4、行业信息化需求旺盛。宏观层面，（1）宏观经济好转以及中国企业的自身发展变化的要求。（2）去年以来劳动力成本的刚性上升，迫使企业以提升内部管理效率的方式来提高利润率。（3）信息化应用广度扩大。（4）信息化应用深化。（5）服务的需求增加。（6）随着 SaaS 应用的逐步推广，企业可以以较低成本获得更多管理软件服务。微观层面，样本调查显示 09 年以来实施 ERP 企业数量大幅增加，主要 ERP 厂商的收入增长较快。

5、今年业绩达到预期的概率较大。由于公司在去年渠道和人员扩张迅速，并加大了医疗行业投入，诸多因素导致公司去年和一季度费用增长较快，但在内部考核由收付实现制转向权责发生制的背景下，公司今年积极采取各项费用控制措施，有望实现收入增长 35%以上，扣非后净利润增长 70%以上的经营目标，实际上这也是第二期股权激励计划条件之一。

6、凭借财务及管理软件领域的既定优势，通过深化行业应用，打通行业产业链，用友已经初步展现企业信息化平台的雏形。基于这种革命性变化，我们认为用友将开启未来快速发展，成为管理软件市场控局者的时代。

二、用友步入 ERP2.0 时代，转型平台型企业

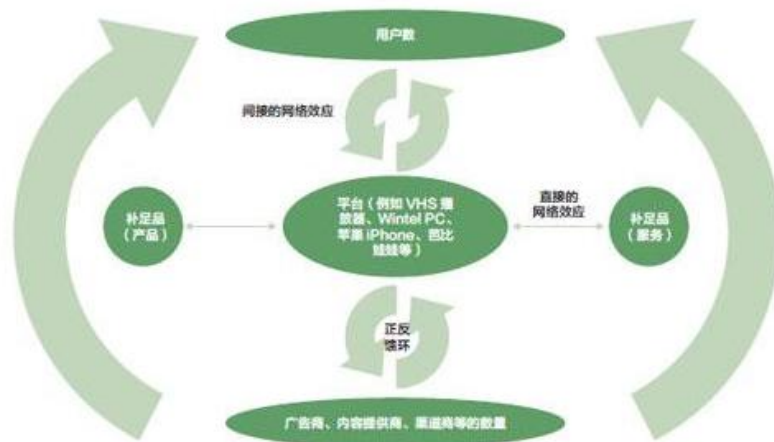
1、平台型企业的界定

根据哈佛大学托马斯·R·艾森曼的定义，平台企业是两个网络用户通过共同的平台（三角形的第三点）相互影响，平台通过一个或者多个中介机构，这些中介机构通过用户的自愿付费来获利。用户在通过平台交互更有效率的情况下将不会使用没有平台中介的双边交易。拥有平台的这些中介机构，可以称之为平台企业。换言之，所谓平台型企业，即提供一个平台，制定某种统一标准，开放子端口，供广大市场参与其中与之对接，调动起市场的参与性，则有利于平台的更好发展和壮大。平台企业的经济学理论基础是网络效应。

迈克尔·库苏玛诺提出平台型企业的六条原则：关注平台，而非仅仅关注产品；关注服务，而非仅仅关注产品或平台；关注能力，而非仅仅关注战略；关注“拉动”，而非仅仅关注“推动”；关注范围，而非仅仅关注规模；关注灵活性，而非仅仅关注效率。平台战略与单纯的产品战略的不同之处在于，它需要通过一个外部生态系统来催生补足性产品/服务的创新，并且在补足品和平台之间建立一种正反馈，来共同维系生态系统的繁荣。

图 1：平台型企业生态系统

平台生态系统：平台 + 补足品 + 网络效应



资料来源：M.Cusumano, Staying Power(2010)，民生证券研究所

作为平台型企业，其目的是要成为某种大规模产品销售的大众平台，产生大规模应用，形成规模竞争力和习惯竞争力，从而形成强大的品牌号召力。结合迈克尔·库苏玛诺的概念与实际商业案例，我们认为平台型企业所需具备的特质是：

- (1) 积累大量客户是形成网络效应的基础；
- (2) 开放平台，能为自己和补足品企业发展出令双方互利共赢、相得益彰的商业模式；
- (3) 整合产业链，为客户提供一揽子解决方案和服务，并使之成为其他商业应用的基础。

表 1：平台型企业分类

平台类型	传统平台企业	现代平台企业	特点
制造生成性平台	购物商场	微软，视频游戏	技术平台模式
服务交易性平台	房产中介，婚姻中介	阿里巴巴，搜房网，腾讯	服务平台模式
混合平台(制造生成+交易服务性)	大型 Shopping mall（沃尔玛）	eBay，Google，Amazon，Youtube、淘宝、腾讯等 web2.0 模式	技术+服务模式

资料来源：民生证券研究所

2、用友初现企业信息化平台型公司雏形

（1）用友有超过 120 万企业客户基础。凭借会计电算化的时代背景以及财会标准制定者的优势，用友从财务软件起家，成功转型成为一家管理软件企业。比较用友、金蝶和 SAP，对用友成功贡献最大的因素是着力扩张市场规模的商业模式，和遍布全国的渠道优势。由此，用友积累了超过 120 万企业客户。

（2）用友提出 S+S 的云服务框架，基于开放的 PaaS 的平台产品，用友和第三方将共同为客户提供丰富的软件产品和服务，形成业态的正向反馈。

（3）用友基于已经形成的管理软件的优势，其一，针对大型客户，深化行业应用，将其软件服务贯穿客户前端业务及后台管理整个流程。在部署方式上，既可以构筑于云端，也可部署到客户 PC 或者移动终端中，为客户提供完整的信息化解决方案，形成价值闭环。其二，针对中小型客户，提供从前端交易到后台管理的全程电子商务服务(eERP)。由此，针对大中小型客户，用友都能提供从业务到管理的全程解决方案，实现企业信息化平台。

由此，凭借财务及管理软件领域的既定优势，通过深化行业应用，打通行业产业链，用友已经初步展现企业信息化平台的雏形。

三、国内管理软件行业需求回暖，一体化趋势增强

1、企业信息化市场需求回暖，管理软件行业发展加速

1.1 宏观考量——宏观经济恢复性增长提振企业信息化增速

从宏观层面来看，自 2010 年起市场需求开始回暖。主要原因在于：

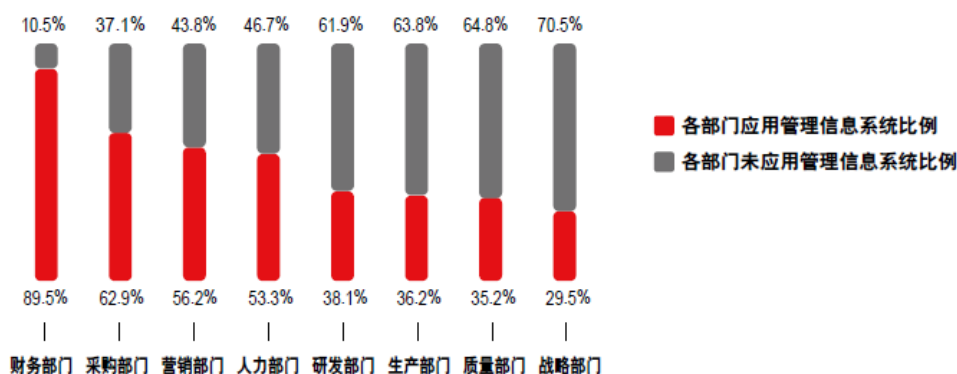
（1）宏观经济好转以及中国企业的自身发展变化的要求。金融危机之后，经济的逐步恢复直接促进了行业信息化的投入的增长。企业的经营重心由削减成本转向增加收入，因而促使企业加大信息化投入来提高企业的竞争力。

（2）去年以来劳动力成本的刚性上升，迫使企业以提升内部管理效率的方式来提高利润率。

（3）信息化应用广度扩大。其一，应用行业增加。中国企业目前信息化基础仍然较浅，各行业不同信息化覆盖广度不一，很多行业仍有较大的信息化空间。其二，应用信息系统部门增多。根据 2010 年中国企业信息化指数调研报告，目前财务管理部门应用信息系统比例较高，达到 89.5%，采购管理部门、营销管理部门、人力资源管理部门等，比例

相对较低。而研发部门、生产部门、质量部门、战略部门等管理部门，应用信息化系统的比例更低。随着企业信息化深入发展，除财务部门以外各部门的信息技术应用需求逐渐迫切。中国企业信息化已从过去单纯的部门级应用（财务、营销等）逐步过渡到企业级应用，信息化所涉及到的部门更加广泛，包括业务部门、职能部门以及外部分支机构和合作伙伴。

图 2：企业各部门应用信息系统的比例



资料来源：2010 中国企业信息化指数调研报告，民生证券研究所

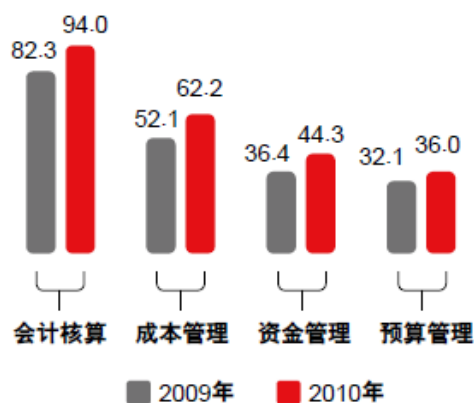
（4）信息化应用深化。其一，行业信息化深度仍有待挖掘。现阶段金融、电信行业的信息深化程度可能好于其他行业，但制造、政府、建筑等行业仍然有进一步深化的空间。其二，细分领域深度差异较大。以信息技术在财务管理领域的应用为例，其信息技术应用主要包括会计核算、成本管理、资金管理、预算管理等业务领域，其中 2010 年会计核算的信息技术应用深度增幅最大，而其他应用深度仍然较浅。

图 3：各行业信息技术应用对比



资料来源：2010 中国企业信息化指数调研报告，民生证券研究所

图 4：2010 年会计核算的信息技术应用深度增幅最大



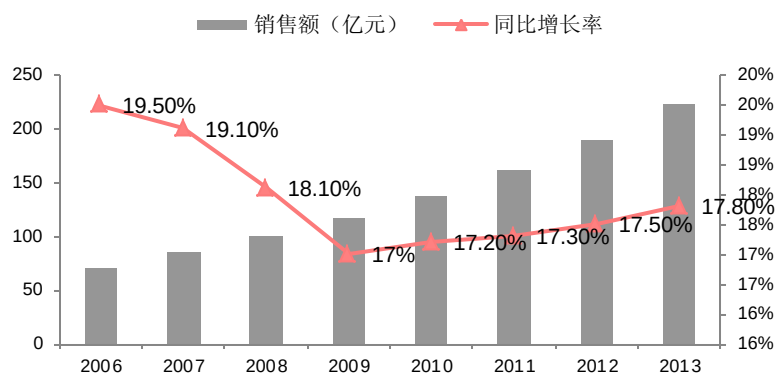
资料来源：2010 中国企业信息化指数调研报告，民生证券研究所

（5）服务的需求增加。客户的需求不仅仅是套装软件，而是一揽子的解决方案。从这个角度来看，市场的发展对于已经树立一定品牌优势的厂商具有较大优势。

（6）随着 SaaS 应用的逐步推广，企业可以以较低成本获得更多管理软件服务。

根据 CCID 预测, 中国管理软件市场未来 3 年将以 17.5% 的年均复合增长率稳定增长。到 2013 年, 中国管理软件市场规模将达到 223.54 亿元。

图 5: CCID 预测未来 3 年管理软件市场复合增速达到 17.5%



资料来源: CCID, 民生证券研究所

1.2 微观观察——09年以来实施ERP系统的企业数量增多，ERP厂商收入增长较快

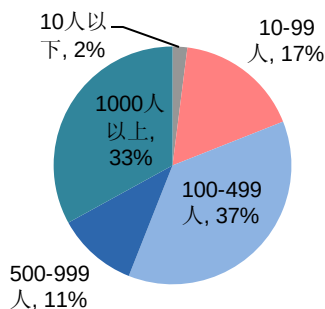
(1) 样本调查显示 09 年以来实施 ERP 企业数量大幅增加

根据 IT168 网站 2010 年针对企业 CIO、项目经理、技术人员等 400 多位企业 IT 人员进行的企业信息化建设 ERP 专项调查, 目前 87% 的企业拥有 ERP 系统, 而这一数据在 09 年是 50%, 调查样本企业 ERP 化率大大提高。

调查显示, 100-499 人的企业 ERP 应用占 37%, 500-999 人的企业 ERP 应用占 11%, 1000 人以上的企业 ERP 应用占 33%。与 2009 年相比, 2010 年的 ERP 应用除了在大型企业占有市场之外, 在 100-499 人的中小企业也得到了更广泛的应用。由此可见, 中小企业逐渐成为信息化应用的主流。中小企业对信息化的重视, 也将为 ERP 供应商提供更多机会。

从供应商看, 目前依然是 SAP、Oracle 和用友三家最大, 他们占 ERP 系统所有供应商的比重达到 76%, 超过了三分之二的市场份额。其他 ERP 系统供应商为微软(5%)、金蝶(11%)、鼎捷(1%)、IFS(1%)和 QAD(1%)。与 2009 年的调查数据相比, 除了国际知名的 ERP 系统供应商继续保持优势外, 本土 ERP 系统供应商用友、金蝶的比重比 2009 年有所上升。

图 6：参与调查用户企业规模与 ERP 化率（2010）



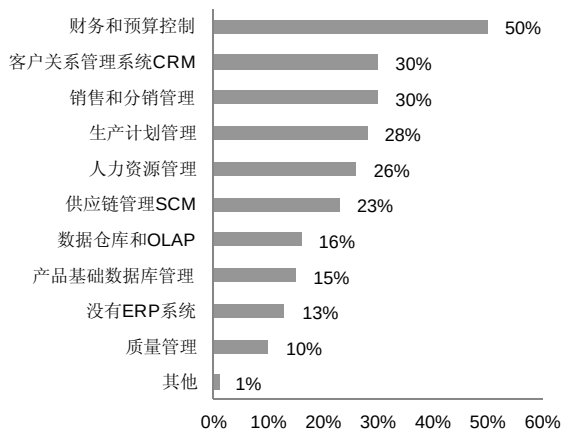
资料来源：IT168、民生证券研究所

在模块应用中，除了财务和预算控制基本功能模块外，采购、材料、人力资源、客户、销售、设计、库存等管理模块的应用比例在大幅提升。

随着企业信息化进程不断深入，企业信息化建设的投入也随之增加。100 万以上的投入占 36%，较之 2009 年减少了 5%，侧面反映出企业对信息化建设不再盲目投入，日趋成熟。

从调研结果来看，中小企业对 ERP 的投资力度在逐步加大，对财务模块以外的管理软件需求较为强烈。这一调研结果与宏观层面分析结论是一致的。

图 8：企业用户主要应用的 ERP 模块分布

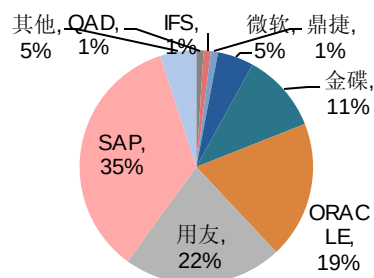


资料来源：IT168、民生证券研究所

（2）主要 ERP 厂商收入增长较快

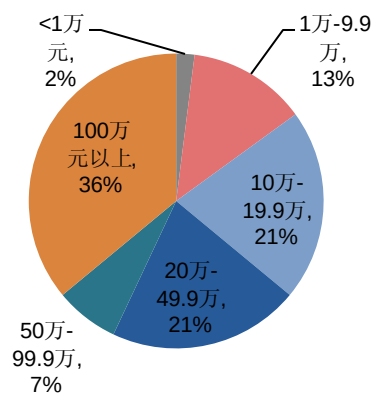
从主要 ERP 厂商收入情况观察，主要面向大型企业的 SAP 亚太地区收入增速持续快于全球收入增速。2010 年中国 SAP 收入同比增长 23%，而今年第一季度，SAP 软件及软件相关服务的收入增长了 20%，SAP 亚太及日本区第一季度的软件收入创记录增长 31%，其中印度、中国和日本三大市场的表现最为优异。另一方面，针对中小企业的 intuit 公司

图 7：ERP 系统供应商在样本企业中的渗透排行



资料来源：IT168、民生证券研究所

图 9：企业用户对 ERP 项目的投资规模（2010）

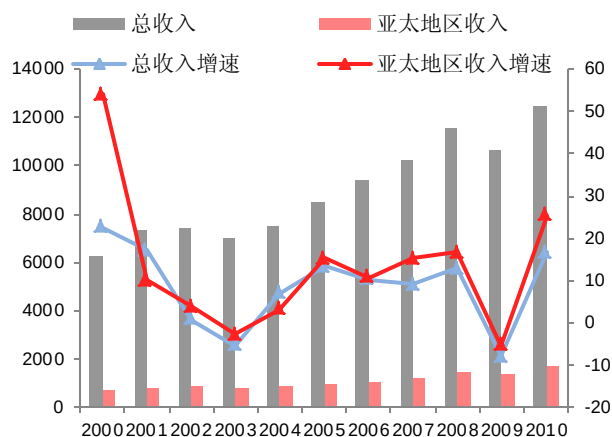


资料来源：IT168、民生证券研究所

在金融危机之后很快复苏，收入增长重回上升态势。

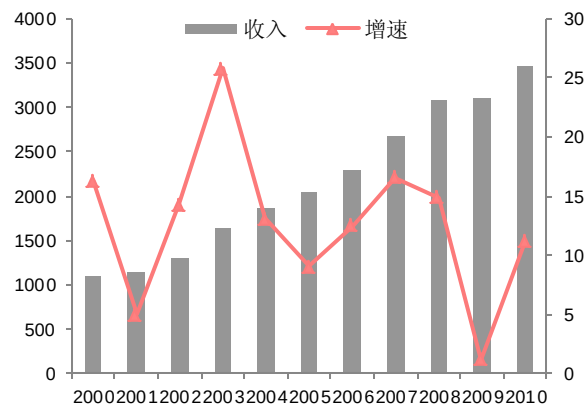
国内主流厂商用友和金蝶今年的收入增速也在 25% 以上。

图 10: SAP 亚太地区收入增速高于全球增速



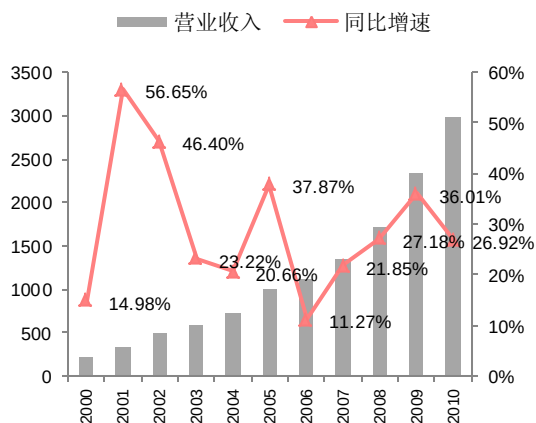
资料来源: bloomberg、民生证券研究所

图 11: 针对中小企业的 intuit 公司金融危机后复苏很快



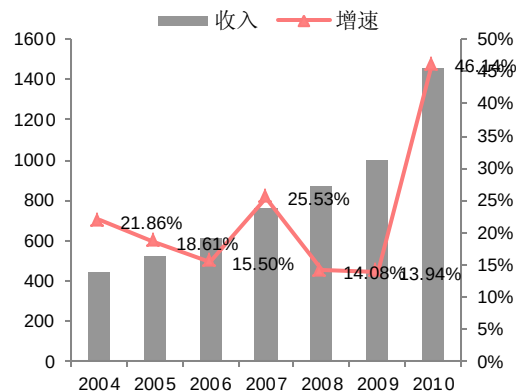
资料来源: bloomberg、民生证券研究所

图 12: 用友近年来收入增速保持在 25% 以上



资料来源: wind、民生证券研究所

图 13: 金蝶 2010 年收入增长超出历史水平



资料来源: wind、民生证券研究所

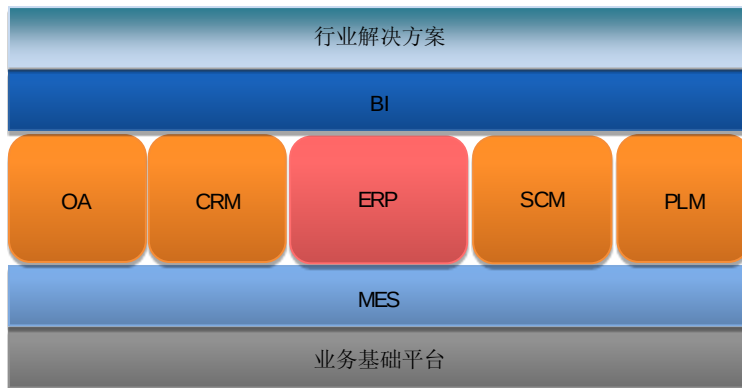
2、ERP 发展的新趋势：一体化、电商化

2.1 一体化

根据企业信息化深入的路径，企业信息化逐步从后台管理应用向中台业务应用，再到前台生产和服务应用过渡和延伸，从关注企业内部管理支撑逐步走向关注信息化对企业外部供应商和客户的应用价值挖掘。因而，企业越来越迫切需要将企业的信息化纳入到一个整体框架之中，企业信息化建设的关注点已从单一的信息系统领域应用覆盖向企业整体广度、深度两个方向进行应用扩展，即从过去关注财务、ERP、HR、OA 等信息系统应用普

及，转移到关注各信息系统对企业关键业务的深度支持和系统间的集成整合，企业对整体信息化解决方案的需求也因此愈加强烈。

图 14：企业信息化一体化架构



资料来源：CCW，民生证券研究所

2.2 电商化

2000 年，Gartner 提出了 ERP II 的概念，意指通过支持和优化企业内部和企业之间的协同运作和财务过程，以创造客户和股东价值的一种商务战略和一套面向具体行业领域的应用系统，其核心是指企业从过去主要强调内部运作转向企业之间的外部协作，也就是协同商务(c-commerce)。为了使 ERP 流程和系统适应这种改变，企业对 ERP 的流程以及外部的因素提出了更多的要求，这种对协同商务的更多的需求就是“ERP II”。其主要特征在于，一方面，企业正在由纵向的、高度集成的、注重内部功能优化的大而全模式向更灵活、更专注于核心竞争力的实体模式转化，从而企业可以在整个供应链和价值网络中优化其经济和组织结构。另一方面，企业在 Internet 网上的 B2B 和 B2C 的电子商务应用，正在由单一的销售、采购行为转向整个从消费者到生产者、从供应商到生产者的协同商务过程。在电子商务时代，ERP 将成为企业信息化管理和开展 B2B、B2C 等电子商务的重要基础。

传统 ERP 更多关注于企业内部的业务管理，相对来说是比较封闭的系统，没有供应链上的上游和下游的合作伙伴业务发生联系，且实施成本较高。而传统电子商务则更注重信息方面的服务，如建网页、发信息、搜商机。主要存在于企业外部，没有和企业业务进行整合，更没有和供应链上的合作伙伴之间的业务进行整合。

全程电子商务平台是一个以供应链管理为核心，将电子商务和企业管理完全融合的中小企业信息化平台，并把企业内部业务管理与供应商管理、客户管理连为一体，构建了以客户为中心的完整的电子商务供应链管理系统（eSCM）。这种“全程化”体现在既能提供企业营销服务，又能提供企业管理服务；既能帮助企业实现内部管理，又能实现产业上下游企业的业务协同。由此 ERP 与电子商务实现无缝融合，ERP 由企业级的应用上升至供

应链级别的应用，实现了财务、业务、商务的高度一体化。在全程电子商务平台上，SaaS将成为主要的交付模式。

四、用友凭借 ERP 优势奠定企业内部信息化基础

1、凭借渠道优势完成财务到管理软件的蜕变

2000-2010 年十年间，是国内客户初步接触 ERP 软件和管理软件的时期。用友的发展历程，与中国大多数企业一样，正在经历由粗放型向精细化管理转型的过程。

（1）从客户层面看，客户的需求比较粗浅，主要集中在财务软件，信息化需求较为简单、粗糙；

（2）从用友层面看，从财务软件起步，转型成为管理软件提供商，过去十年用友的主要精力也放在扩大客户规模上，也正因如此，用友目前已经是中国管理软件市场份额最大的企业，并且连续多年排名第一。

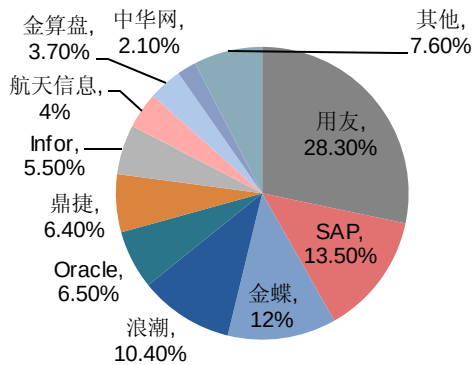
图 15：中国企业信息技术应用阶段划分



资料来源：2010 中国企业信息化指数调研报告，民生证券研究所

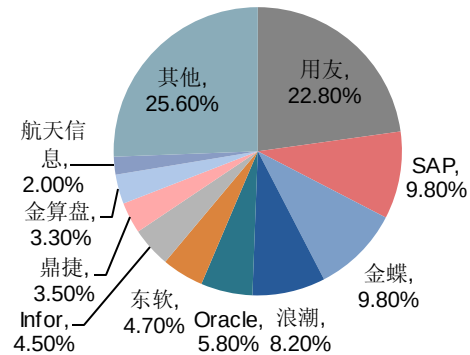
根据赛迪统计，2010 年用友在 ERP 市场上市占率为 28.3%，管理软件领域市占率为 22.8%，排名第一。

图 16：2010 年 ERP 市场份额（用友 28.3%）



资料来源：CCID、民生证券研究所

图 17：2010 年管理软件市场份额（用友 22.8%）



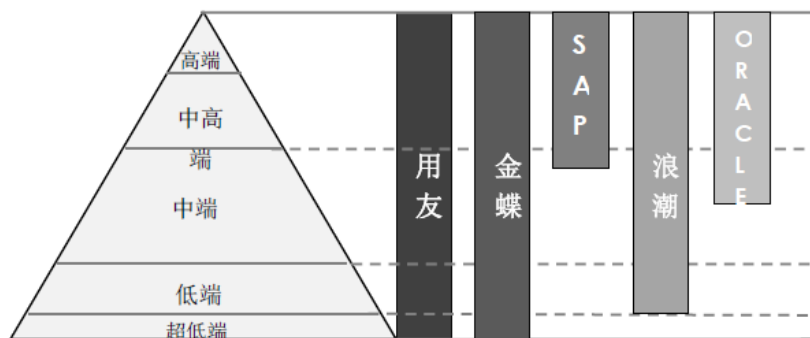
资料来源：CCID、民生证券研究所

2、用友客户覆盖面最全，渠道优势明显

2.1 高中低端客户全面覆盖

用友目标客户从高端到低端全面覆盖，而 SAP 和 Oracle 这样的国外厂商则集中于中高端客户。

图 18：不同品牌管理软件主要目标客户定位



资料来源：民生证券研究所

目前用友已经形成了 NC、U8、“通”三条战略业务线，分别面向大、中、小型企业提供服务，软件产品已经全面覆盖企业从创业、成长到成熟的完整生命周期，能够为各种企业提供信息化解决方案，满足不同规模企业在不同发展阶段的管理需求，并可实现平滑升级。

图 19：针对不同规模客户，用友已经形成完整的产品线



资料来源：公司资料，民生证券研究所

2.2 产品覆盖企业所有管理领域

用友的产品已经覆盖了企业所有管理领域。

表 2：主要管理软件厂商所涉及领域

主要品牌 管理领域	用友	金蝶	SAP	浪潮	ORACLE
生产管理(PM)	●	●	●	●	●
供应链管理(SCM)	●	●	●	●	●
财务管理(FM)	●	●	●	●	●
客户关系管理(CRM)	●	●	●	○	●
人力资源管理(HRM)	●	●	●	●	●
知识管理(KM)	●	●	●	●	●
质量管理(QM)	●	●	●	○	●
设备管理(EM)	●	●	●	○	●
产品全生命周期管理(PLM)	●	○	●	○	●
商业智能(BI)	●	○	●	○	●
企业电子商务管理(ECM)	●	○	●	●	●

资料来源：民生证券研究所

注：生产管理、供应链管理和财务管理即为通常意义上的企业资源计划（ERP）

2.3 产业链完整，渠道优势明显

管理软件产业链条可以概括为：产品（可以分为中间件和应用软件）、销售、二次开发、实施、培训、维护服务。用友、金蝶和浪潮都提供产业链条上从后到前端所有环节的产品和服务。与国内企业从产品研发、销售到实施服务，实现全产业链架构不同的是，SAP、Oracle 选择专注于软件产品和维护服务本身，将产业链其他环节（销售、实施、服务）的利益让渡给合作伙伴，形成了包括众多咨询公司在内的生态系统。

表 3：主要管理软件厂商的产业链定位

主要品牌 行业	用友	金蝶	SAP	浪潮	ORACLE
中间件	○	●	○	○	●
应用软件	●	●	●	●	●
销售	●	●	○	●	○
二次开发	●	●	○	●	○
实施	●	●	○	●	○
培训	●	●	○	●	○
维护服务	●	●	●	●	●

资料来源：民生证券研究所

在中国的商业背景下，渠道是用友过去十年取得成功的关键因素之一。通过分子公司、代理商（合作伙伴）的方式，用友的渠道遍布全国。（1）遍布全国的代理商（合作伙伴）降低了公司的运营成本，扩大了市场覆盖率。（2）渠道既承载了销售产品的任务，同时也为服务提供了便利。这一网络使得用友的客户在各地都能得到维护服务，缩短了客户需求的响应时间。（3）过去十年，比较用友和金蝶，用友的渠道铺设力度一直大于金蝶，从而抢先获得了客户。（4）用友凭借渠道切入中低端市场，与 SAP 等形成了差异化竞争。而我们认为未来用友也将凭借这一渠道，有效抵御国外厂商从高端用户向中低端用户拓展的竞争风险。

2.4 主要行业基本覆盖，在项目管理行业具有比较优势

由于制造业是中国经济的核心驱动力之一，根据 CCID2010 年的调查，管理软件所覆盖的行业中，制造业占据了 42.8% 的份额。制造、物流、流通、建筑、煤炭、交通、石油石化、政府是管理软件市场排名前 8 的行业。用友、金蝶、SAP、Oracle 基本上全部覆盖了这 8 个行业。SAP 在复杂流程的制造业具有技术优势，且以大型制造为主。Oracle 则优于金融电信等行业。而目前用友在房地产交通建筑等具有项目管理共性的行业拥有较多成功案例，在集团管控领域中具有较强的竞争力，但在生产制造模块的功能深度和行业应用的完善性方面有待进一步提升。

表 4：主要管理软件厂商的行业分布

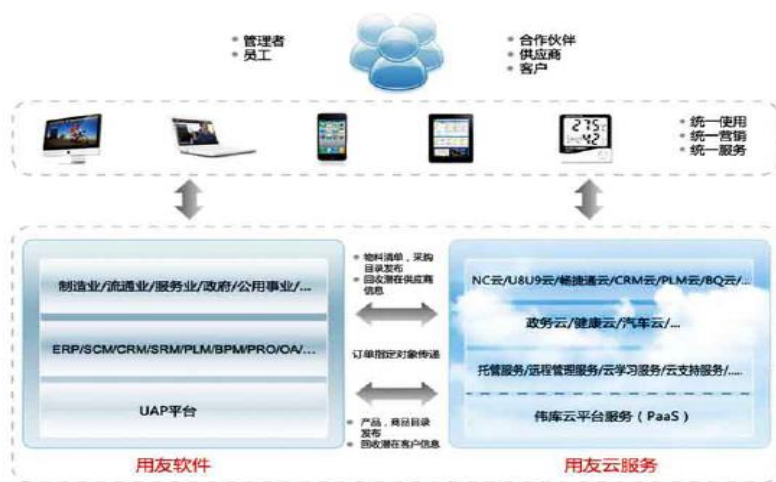
主要品牌 行业	用友	金蝶	SAP	浪潮	ORACLE
制造业	●	●	●	●	●
物流行业	●	●	●	○	●
流通行业	●	●	●	○	●
建筑行业	●	●	●	○	●
煤炭行业	●	●	●	●	●
交通	●	●	●	○	●
石油石化	●	●	●	●	●
政府	●	●	●	●	●
其他	●	●	●	○	●

资料来源：民生证券研究所

3、S+S 的云战略，从产品厂商转型服务厂商

依托用友原有的产品线、渠道和产品优势，用友提出基于云端服务的 PaaS+SaaS 战略，面向客户提供 S+S，即软件+服务。用友为客户提供三种应用模式选择：用友软件、用友云服务、同时使用用友软件与用友云服务。用友软件（NC\U8\U9\通）基于 UAP 平台开发，而用友云则基于伟库 PaaS 平台。在此基础上，用友云支持用友软件模式下的客户消费用友云服务，帮助用友软件客户逐步向用友云服务迁移，支持软件客户与云服务客户之间应用互动和实现互联互通，支持软件客户与云服务客户之间应用互动和实现互联互通的全程电子商务。

图 20：用友软件+云服务战略框架



资料来源：公司资料，民生证券研究所

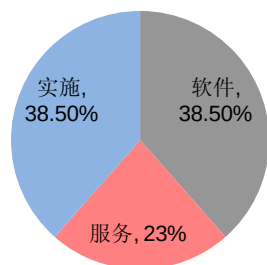
一方面，用友存量客户积累成为云计算落地的基础。用友累计超过 120 万的客户基础，多行业（制造、流通与零售、服务、金融保险、烟草、军工、政府及公共部门、建筑与房地产）的客户覆盖，100 多家分支机构，以及 3000 多家合作伙伴，成为用友云战略落地的坚实基础。

另一方面，云计算对于用友而言，进一步扩大了客户规模：（1）移动终端的配置扩大了管理软件的使用面。通过云计算+智能终端的模式，管理软件对企业除财务以外业务人员的覆盖面得到拓展。（2）增加对小企业和海外客户的覆盖。（3）经营模式的升级。通过云服务增加老客户黏性，有助于公司从产品型公司转型为产品+服务型的公司。

4.1 通过SaaS方式，由产品型公司向服务型公司转型

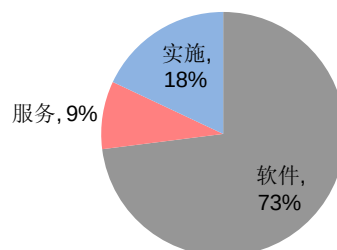
据统计，国外管理软件品牌项目合同中，实施部分金额占总金额的比例平均达 50% 左右（40-60%之间，有的甚至高达 70%），年服务费则平均是合同总金额的 30% 左右。与此相比，国内管理软件品牌差距巨大，实施部分占总金额的比例平均仅在 20% 左右（10%-30%之间，个别开发量比较大的合同也仅仅能够达到 40% 左右），年服务费则平均是合同总金额的 10% 左右。

图 21：国外品牌实施服务价值比重



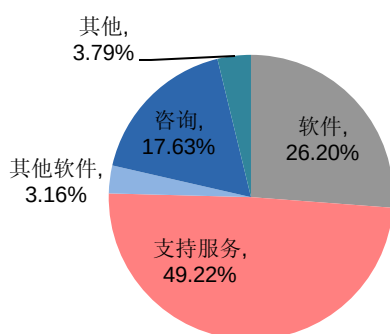
资料来源：民生证券研究所

图 22：国内品牌实施服务价值比重



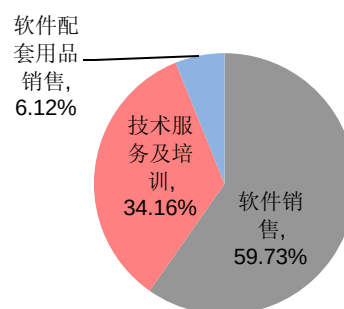
资料来源：民生证券研究所

图 23：SAP 收入中支持服务占比将近 50%（2010）



资料来源：SAP，民生证券研究所

图 24：用友服务目前在收入占比只有 34.16%



资料来源：公司资料，民生证券研究所

传统管理软件的开发模式，是以软件产品为核心，通过持续市场推广，将软件产品销售给新客户以实现增长。付费方式是客户一次性投入项目资金。除了管理软件产品本身，客户还需要为系统的服务器、网络平台、数据库系统等软硬件付费。而 SaaS 则可以使客户通过定期支付服务费用、按“使用量”计费的方式，获得软件服务。SaaS 运营以“服务”为核心，销售内容从软件的 license 转变成为服务，软件产品成为服务的载体。因此，软件供应商与客户的关系也从软件产业的买卖关系转变成为服务关系。而这种转型的本质，是提高了客户黏性，改变此前软件产品一次性销售后与客户关系疏远，而只能不断将软件卖给新客户的盈利方式。

4.2 伴随软件产品的内涵深化，逐步提高服务合同占比

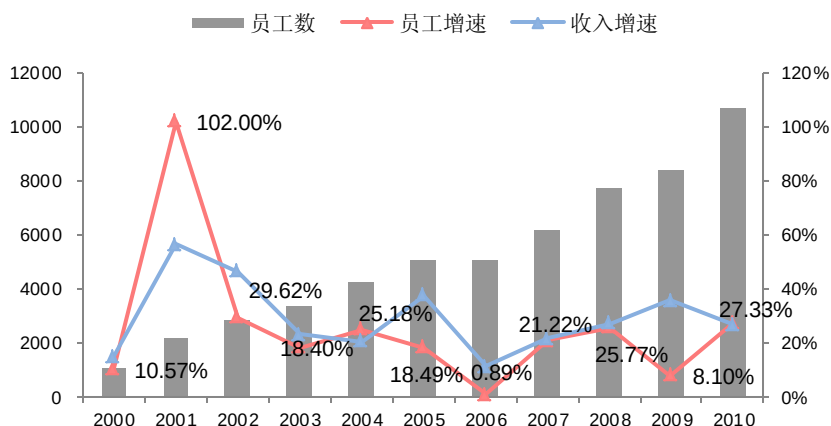
由于国内管理软件与国外软件品牌的巨大差异，国内管理软件从财务起步从而导致软件价格及附加值较低，以及国内客户的消费意识等种种原因，此前购买软件产品免费送服务已经成为行业惯例。而从去年开始，公司要求所有新签单的软件销售合同都必须附带服务合同。第一年的服务费用包含在软件销售合同之中，而第二年、第三年服务收费占到软

件销售合同 20%，最低不能低于 7%（销售合同金额在 300 万以上）。

4、行业需求旺盛，三年投入预计将在今年显现成效

在宏观经济保持平稳增长（09 年除外）的背景下，公司主营收入增长与人员扩张增速基本一致。在去年人员投入增加的背景下，预计今年收入将实现较快增长。

图 25：主营收入与员工增速一致



资料来源：公司资料，民生证券研究所

3.1 行业拓展

由于市场需求较为旺盛，公司自 08 年起就开始加大行业投入，去年收购上海英孚思为，完成政务和方正春园整合，加强了烟草工业的产品与经营，医疗卫生影响取得较好进展；成立用友长伴管理咨询公司，通过咨询+软件加快咨询业务发展，多年行业投入有望在年初初见成效。

3.2 渠道下沉，增加客户覆盖

由于：（1）制造业向中西部及二三线城市的转移；（2）大中型城市管理软件市场需求的逐步饱和；用友从 2009 年开始将渠道进一步下沉至二三线城市，市场覆盖面进一步扩大，客户基数也将随之增长。目前，用友已经在国内 10 多个省份都采取了“省区+地市级分公司+区域合作伙伴”的管理模式，为未来进一步贴近客户、扩大客户覆盖打下了坚实基础。

2009 年新设 16 家地市级分公司，2010 年新设 71 家，渠道的下沉预计会在今年发挥作用。

表 5：用友与金蝶的渠道发展历程

用友				金蝶			
分子公司	地市级分公司	合作伙伴	累计客户	分子公司	地市级分公司	合作伙伴	累计客户
2001	28 家			21 家		600 家	
2005	41 家	1000 多家		40 家			
2008	49 家	2000 多家	超过 70 万家	44 家		1400 家	
2009	73 家	16 家	3000 多家	54 家	9 家	1500 家	
2010	100 多家	87 家	3000 多家	98 家	46 家	1900 多家	100 万家

资料来源：公司公告，民生证券研究所

3.3 提高人均产出

用友的人均产出和净利润指标多年来持续高于金蝶。我们认为今年人均产出还有较大提升空间：（1）中低端业务通过提高分销比重来扩大客户覆盖面、提升利润率；（2）加大对老客户的服务力度，提高老客户产出。从股份公司的层面看，新签合同中老客户占比 2010 年已经提升至 53.17%，老客户可挖掘的潜力仍然较大。

图 26：人均产出：用友 VS 金蝶

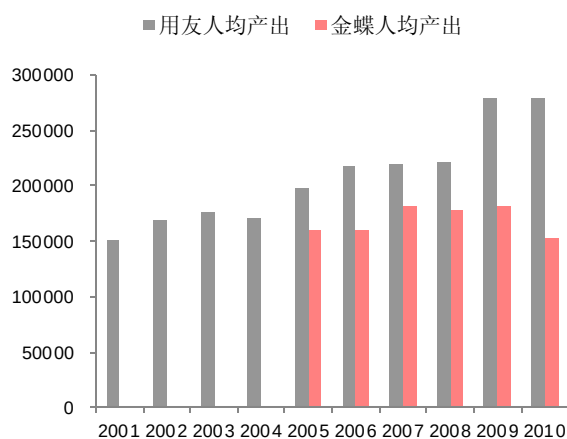
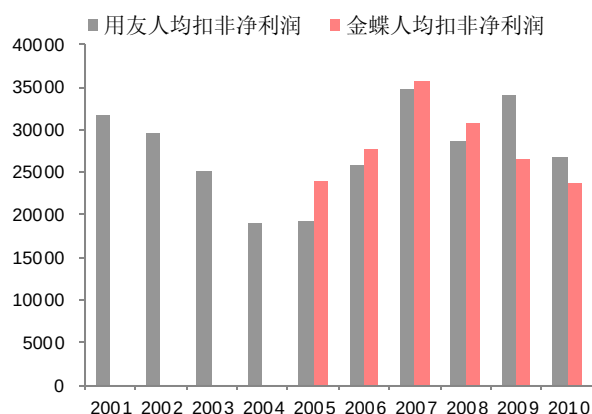


图 27：人均净利润：用友 VS 金蝶

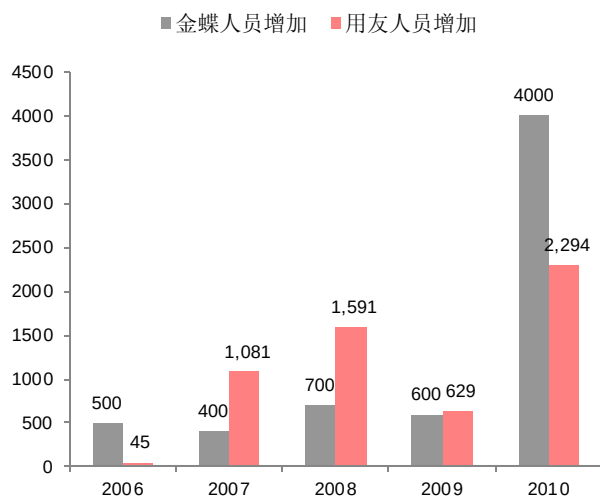


资料来源：wind、民生证券研究所

资料来源：wind、民生证券研究所

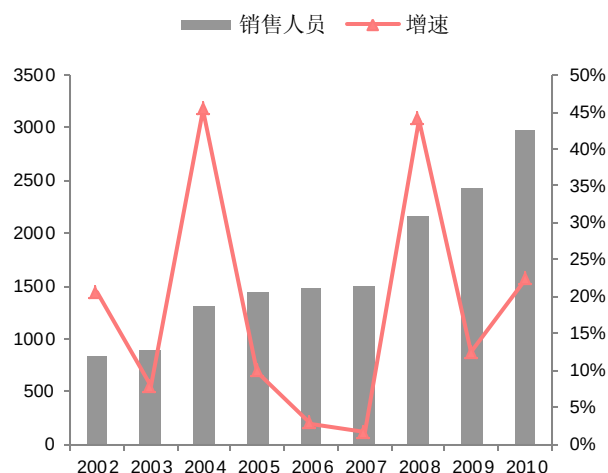
注：由于金蝶 2010 年人员大幅增加，因此 2010 年人均数据可比性较差。

图 28：从 07 年开始用友一直人员增幅较大



资料来源：wind、民生证券研究所

图 29：用友销售人员增速较快

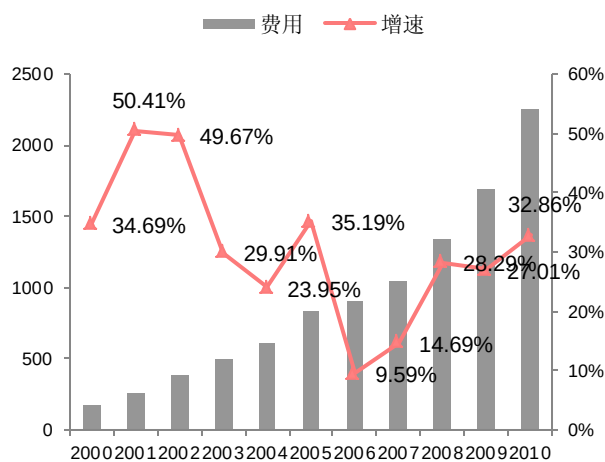


资料来源：wind、民生证券研究所

3.4 收入导向转向利润导向，严格控制费用

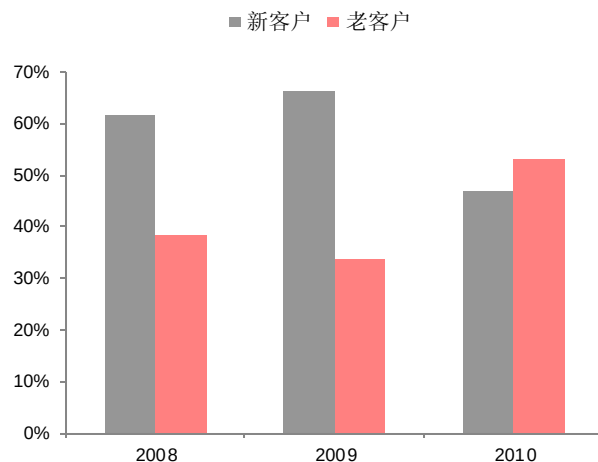
由于公司在去年加大了和人员扩张较快，并加大了医疗等行业投入，诸多因素导致公司去年和一季度费用增加较多，但在内部考核由收付实现制转向权责发生制的背景下，公司今年积极采取各项费用控制措施，有望实现收入增长 35%以上，扣非后净利润增长 70% 以上的经营目标，实际上这也是第二期股权激励计划条件之一。

图 30：由于投入加大，费用增速较快



资料来源：wind、民生证券研究所

图 31：股份公司新签合同中新老客户占比



资料来源：wind、民生证券研究所

五、PaaS 开放平台催化用友巨变

1、伟库成为 PaaS 开放平台的载体

根据用友的云战略，伟库将全面承担集团级 PaaS 平台建设，全面承载 NC、U8/U9、政务、医疗、移动等全产品线云服务开发及运营。

伟库云平台的定位是做一个企业云平台运营商，主要业务包括云平台和云应用商店两方面。PaaS 平台有三部分，一是运营管理平台，二是运营平台，三是开发平台。开发平台提供很多 SaaS 接入及公共资源调入，另外提供开发轻量级的应用，且云平台提供一个整体的应用集成测试环境。

在伟库 PaaS 云平台之上，不仅可运行用友集团的各种企业云服务，还可运行第三方服务，并为其提供平台和技术支持。换言之，基于伟库 PaaS 平台，客户以及 ISV（独立软件供应商）可以基于用友 PaaS 平台开发、发布应用服务，并参与收益分成，VAR（增值代理商）可以基于 PaaS 平台代理各种应用并进行营销获取收益。具体而言，未来用友跟第三方合作主要有两种运维模式：一种是 ISV 自运营模式，用友的平台只是一个入口，软件运营仍在开发商自己的平台上，这种方式的开发商分成比例将达到 70%。第二种模式是用友代运营模式，即 PaaS 模式，开发商的软件可以放在用户的平台上运营，分成比例为开发商占 30%-50%。

针对 SaaS 层面的应用分成三类：第一类是客户自身开发的应用。如果客户愿意共享，可以在用友云平台上实现；第二类是针对一些行业提取的公共需求形成的碎片化应用，基于云端的方式使得这些应用对新客户的教化成本极低。第三类是第三方开发者的应用。类似于 app 模式，用友 PaaS 提供了一个面向开发者的技术平台，从而实现行业生态圈的繁荣发展。

图 32：用友构建了开放的 PaaS 平台



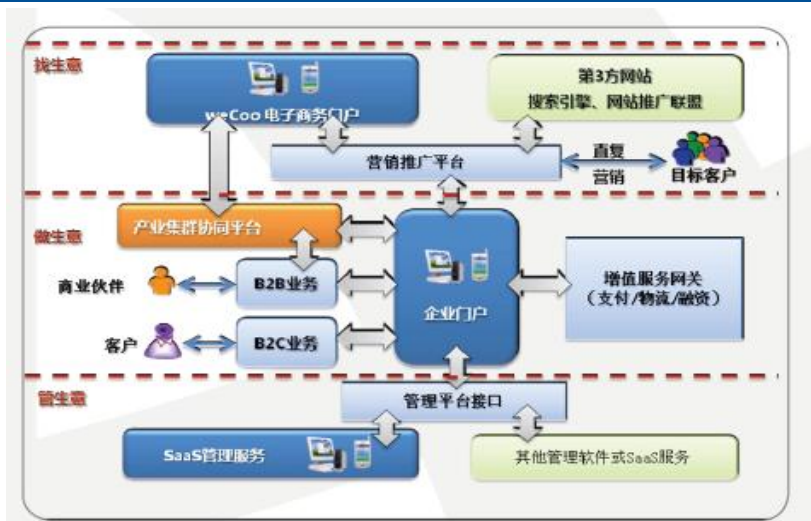
资料来源：公司资料，民生证券研究所

2、伟库为中小企业提供全程电子商务平台

伟库全程化电子商务云应用涵盖了从商业平台搭建、网络推广、网络营销、CRM 到在线进销存和在线财务等企业电子商务前后端全线应用的云服务。该平台实质上是 ERP/SAAS+电子商务+协作系统的融合平台。通过这一平台，传统企业高效利用已有资源，实现电子商务与传统销售的资源共享，企业生产供应等与电子商务的同步。相比之下，以阿里巴巴为代表的电子商务，其本质是信息平台模式，到目前为止仅仅解决了信息的发布和撮合，以及电子支付，也就是交易的问题。但交易后的信息流、资金流和物流的管理，数据挖掘等问题并没有解决，只能为客户提供阶段性价值，对客户的长期黏性较弱。有基于此，阿里巴巴尝试做阿里软件，但由于只擅长前端营销，而不具有企业管理软件开发经验，遭遇失败。

伟库电子商务尝试做的，就是在电子商务时代，不仅为传统企业提供内部需求资源计划，还提供互联网上的企业需求资源计划。

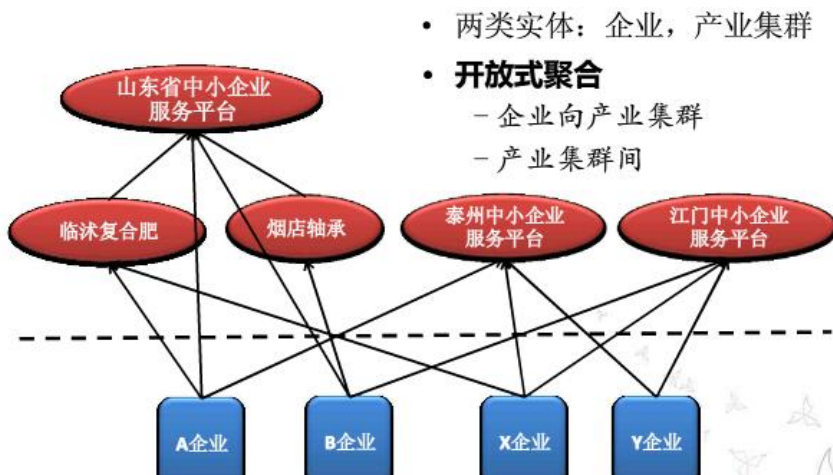
图 33：伟库建立全程电子商务服务体系（电子商务+后台管理一整套解决方案）



资料来源：用友伟库，民生证券研究所

伟库将产业集群、供应链作为主要管理对象之一，致力构建产业集群服务平台。比如与山东中小企业局合作的中国化肥网、烟店轴承网以及临朐铝材网等。由于其集群促成了产业链上的上中下游企业高效协同运营，将极大提高产业运转效率。

图 34：伟库面向产业集群的全程电子商务解决方案



资料来源：用友伟库，民生证券研究所

六、深化行业应用，SaaS 应用助力产业链布局

1、行业布局：深化行业应用，从管理软件到业务软件

业务软件已经成为 ERP 厂商投入的重点：（1）中国经济经过 30 多年的快速发展，各个行业规模不断扩大，经营深度不断向纵深发展，逐渐形成了各行业不同的经营和管理特点，这种趋势不断强化管理软件的行业深度应用。（2）随着软件销售商向服务厂商的转型，软件一体化趋势越来越明显。软件产品需要从单一功能（财务、管理）转变为一体化方案解决商。因而，ERP 厂商也逐渐从一个通用型软件转型成为深化行业应用软件。

尽管短期看，（1）行业化的投入和开发与产出有滞后效应；（2）行业专家对销售的组织配合和执行仍需磨合，但长期看，行业做得越多，知识和方法积累越多，则软件复用率得到提高，利润率也将提高。

2.1 用友政务——面向政府和行政事业单位

用友政务定位于对政府公共资金进行全过程管理。主要客户是政府机关和行政事业单位。

图 35：政府资金运动全过程



资料来源：公司资料，民生证券研究所

从产品线上看，高端系统（GRP-AF++，GRP-A++）为直销模式：（1）财政综合业务管理系统，主要部署在省级财政；（2）政府综合计划财务管理方案，主要部署在各个委办局、部门。中低端系统（GRP-R9）为分销模式，面向基层用户，主要部署在县乡和街道，以提供标准解决方案为主。

从客户来看，针对财政部门，用友提供预算、核算、决算一体化管理。即从财政部门制定预算，到资金划拨或支付后，预算单位承诺购买劳务或服务后，实际资金支付全部过程的管理一体化，从而做到预算确实细化控制执行，核算全面细化反映支出，决算真实及时反映预算执行情况及政府财务状况。

针对其他政府部门，用友也提供部门预算、预算编制、预算执行控制、会计核算、预算考核到出具决算报告的一体化应用流程。

收购方正春元后，公司在财政部门的占有率在 65% 以上，而未来新的增长点主要来自：（1）政府部门。政府部门财政资金市场管理规模约为 30-40 亿市场；（2）非盈利组织。由于 NGO 对资金管理要求更高，资金用途更明确，因此未来市场空间更大。

3.2 用友医疗——侧重区域卫生信息平台，打造“健康云”

基于新医改带来的市场机会，用友于 2009 年成立医疗子公司，面向医疗卫生系统提供信息化解决方案。用友医疗主要定位在三个方向：区域卫生信息平台、数字化医院解决方案（HRP）和个人健康信息服务管理。

卫生部信息化十二五规划提出“3521”工程建设方向。3 是建设国家级、省级、地市级的具有强力支撑的三级平台，加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理 5 项业务应用，2 是搭建健康档案和电子病历两个信息资源库，1 是建设全国卫生信

息专网。新医改确立了“建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务”的长远目标，因此未来 5 到 10 年建立健全推行健康档案（EHR）和电子病历（EMR）将成为新医改的信息化工作重点。

在此背景下，基于健康档案（HER）的区域卫生信息平台是医疗卫生信息化建设的核心，是整个区域医疗卫生服务机构实现信息共享与交换、流程整合与协作、资源管理和配置、业务监督与考核的支撑平台，是构建整个区域以至全国统一的居民健康档案，推动和支持医疗卫生体制改革的支撑平台。根据卫生部《基于健康档案的区域卫生信息平台建设指南（试行）》，用友医疗卫生信息化解决方案（UFIDA GMIS，简称“用友 G 系列”）提供了基于标准化居民电子健康档案的区域卫生信息平台全产品体系。

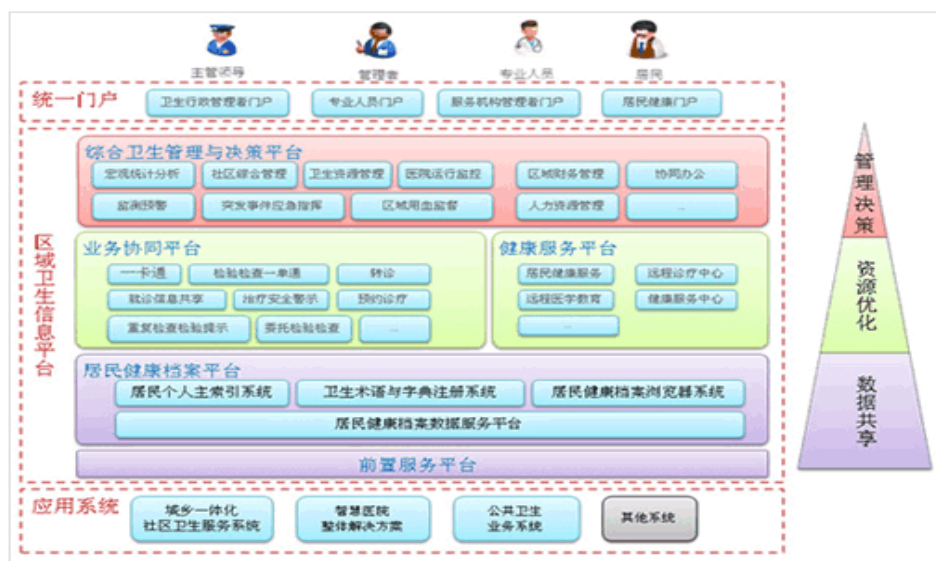
表 6：用友 G 系列产品体系

解决方案	全称	服务对象
G(GMIS) 系列	区域化居民健康档案系统基础版	卫生局 社区卫生中心及乡镇医院
	社区卫生服务信息系统标准版	卫生局和社区卫生中心
	区域化乡镇医院系统标准版	卫生局和乡镇医院
	基于 HER 的区域卫生信息系统	卫生局及下属医疗及卫生机构

资料来源：公司资料，民生证券研究所

基于用友区域医疗卫生信息平台可实现：（1）区域卫生信息平台的建设。区域医疗卫生数据中心包括 EHR、EMR、诊疗信息（含医嘱及处方）、PACS/LIS 报告等医疗数据，支持 PACS 图像集中或分布存储。主要功能在于：数据共享（检验检查结果互认等）、协同医疗（双向转诊等）、便民服务（网上信息查询等）、统计分析。（2）居民电子健康档案（HER）的建设。以居民个体为主线，对个人全生命周期中存在的健康问题与干预措施进行全方位的管理与分析，形成有关个人纵向生命全程的数字化健康档案，实现集预防、医疗、保健、康复、健康教育、计划生育服务“六位一体”的功能，方便社区卫生工作的管理和实施，提高社区卫生服务工作的效率和质量。（3）区域医疗数据的整合。整合区域内各类医疗机构的 HIS/EMR/PACS/LIS 等数据，实现居民各类医疗记录的集中存储。在区域内各医疗机构之间建立双向转诊、检验检查结果互认、远程会诊等。（4）辅助卫生管理与决策分析。为医疗卫生行政管理部门提供卫生数据采集、整理、挖掘和统计分析等功能，辅助卫生管理与决策。（5）居民健康服务。通过建立居民健康服务制度及安全性管理措施，通过 Internet 网络向社会公众提供健康咨询、专家预约、个人会员健康档案查询等业务。

图 36：用友基于居民健康档案的区域卫生信息平台



资料来源：公司资料，民生证券研究所

用友医疗在区域卫生信息化领域总结出了三种典型的应用模式。一是区域化居民健康档案系统（大连模式），它以社区卫生服务中心的居民健康档案和社区收费系统为建设重点，建立区域 EHR（电子健康档案）数据中心，实现区域内 EHR 数据共享及统计、决策分析。目前已在大连市 57 家社区卫生服务中心应用，具有投资小、见效快的特点，未来还可根据需要扩展应用范围和规模。

二是一体化区域卫生信息系统（江门模式），建立区域医疗信息平台（数据中心），实现区域内医疗数据（HER、EMR、PACS、HIS）互联互通，实现区域内互相转诊、远程会诊、检验结果互认等。由于系统、平台由一家公司建设，不存在异构数据的整合问题。

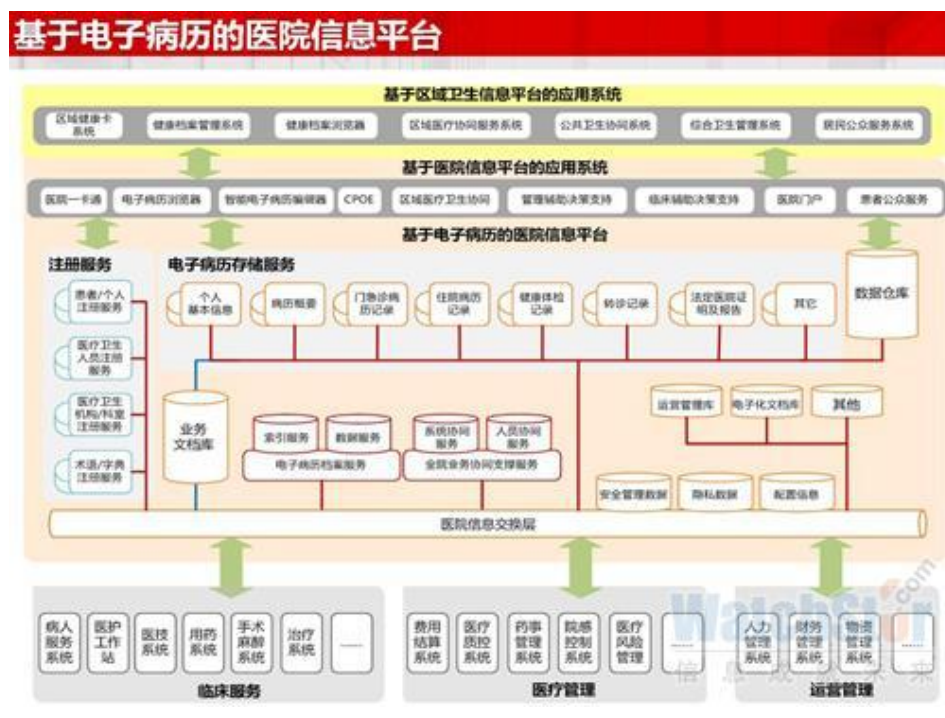
三是城乡一体化与“三网合一”的区域卫生信息系统（阳江模式），实现与基层医疗卫生机构（社区服务中心和乡镇卫生院）信息共享，并通过一体化平台共用，实现医疗、社保、新农合的“三网合一”，减少系统重复建设。用友健康云已经在阳江等多个城市建成运行，成为新医改方案的示范工程。

去年国家在医疗卫生信息平台系统上投入 27 亿，在 5 个省做试点和 16 个城市做试点，用友成功获得 7 个城市的订单。预计今年国家投入力度将在百亿以上。用友意欲获得 30 个省级平台中 7-8 个订单，一个省总投入规模约为 2 个亿，其中软件投入 6000-7000 万。每个省下 2 个市级平台，规模在 2000 万左右，有望实现 5 亿-6 亿左右的收入。

针对医院层面，用友基于现有的 UAP 平台，为医院提供医疗和运营管理系统（HRP）。该系统主要包括：（1）临床信息系统。主要功能包括：电子病历、临床路径、医生工作站、护士工作站、PACS/RIS、LIS、ICU/CCU 心电监护、手术麻醉、电子签名、病理分析、移动诊疗、医疗质控、合理用药等。（2）医疗管理系统。功能划分：门急诊管理、住院管理、手术管理等。（3）运营管理系统。功能划分：财务管理、成本管理、预算管理、

物流管理、资产管理、人力资源管理等。（4）决策支持系统：以业务数据为基础，建立业务模型，通过 BI 工具，实现对医院运营情况的实时准确反映及分主题多维度综合分析评估，为领导决策提供科学依据。目前，协和、北医三院，沈阳医科大学第一附属医院等一大批三甲医院都已经成为公司的客户。

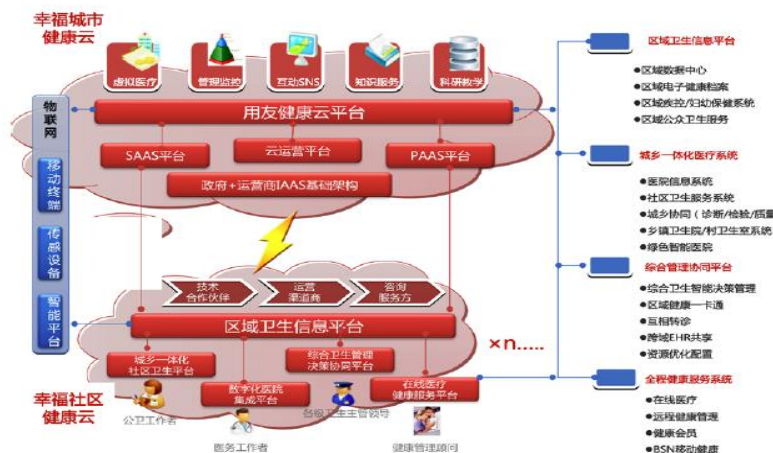
图 37：用友基于 EMR 的医院信息平台



资料来源：公司资料，民生证券研究所

因此，在用友的云体系中，用友所要构建的“健康云”是区域卫生信息平台、城乡一体化医疗系统、综合管理协调平台和全程健康服务系统的全面解决方案。

图 38：用友健康云构架



资料来源：公司资料，民生证券研究所

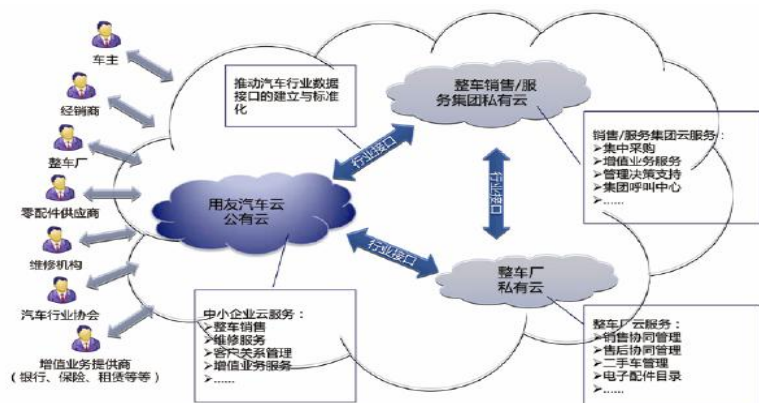
3.3 英孚思为——构建汽车行业生态圈

用友于 2010 年 6 月收购英孚思为公司全部股权。英孚思为是汽车流通与零售行业软件市场领导厂商，专注于汽车行业的连锁销售与后市场服务领域，是国内市场占有率最高的汽车行业 DMS 应用管理软件及其服务的供应商。英孚思为主要软件产品包括面对整车厂的 DCS 系统和面向 4S 店的 DMS 系统。2010 年英孚思为实现收入 6800 万，预计今年将实现收入 1 亿。

根据 CCID 统计，2009 年英孚思为在国内 DMS 软件市场的占有率为 28.3%，在国内 DCS 软件市场的占有率为 31.7%，均位居第一。CCID 预测，2010-2012 年中国汽车行业应用软件市场的年均增长率将达到 23.3%，2012 年的市场规模将达到 15.4 亿元。

用友汽车云面向整个汽车行业生态圈、面向汽车产品的全生命周期提供云应用服务，它通过汽车行业标准数据交换连接和整车厂私有云、销售服务集团私有云互联，共同构成汽车行业云服务。

图 39：用友汽车云



资料来源：公司资料，民生证券研究所

根据以上分析，我们认为，烟草公司未来三年增速在 35%-40%；政务公司增速为 30% 左右；医疗业务发展前景较好，预计增速在 50% 以上，但由于投入较多，预计近年对利润贡献较少；英孚思为增速在 50% 左右。

表 7：对主要子公司的收入与利润预测

百万	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
用友烟草					
收入	125	110	150	210	294
yoy	122.66%	-12.24%	36.76%	40%	40%
净利润	29.17	46.42	48	67.2	94.08
用友政务					
收入	145	490	618	803	1044
yoy	21.65%	236.60%	26.19%	30%	30%
净利润	22.95	49.73	86.52	112.48	146.22
用友医疗					
收入	0.00	19	100	150	255
yoy				50%	70%
净利润	-1.50	-27.34	-30	0	51
英孚思为					
收入		68	200	300	450
yoy			40%	50%	50%
净利润		11.19	48	72	108

资料来源：公司资料，民生证券研究所

2、产品布局：根据产品线，对客户进行分级

目前公司主要有 NC，U8/U9，通三条产品线，分别针对高中低端客户。为了优化资源配置、提高客户产出，公司将客户分成高端（A 类客户）和中端（B 类客户）两类，分别实施不同的营销和服务战略。针对 A 类客户（对应 NC 产品）采取直销方式，加大服务比重。而针对 B 类客户（对应 U8/U9）则提高产品标准化程度，加大后台支持服务，加大分销力度。

1.1 NC——定位高端客户群，提高服务比重

用友 ERP—NC 是面向高端客户群的管理软件，主要包括：客户化、财务系统、供应链系统、生产制造系统、客户关系管理系统、人力资源系统、集成数据管理中心、商业智能及电子商务等模块。时至今日，NC 已经发展了 13 年，单一产品线（license+服务）去年已经收入超过 10 亿。

NC 毛利率有提升空间。NC 解决方案包含四个部分：第一层是 UAP 平台，第二层是 NC 基础模块，包括财务、供应链、生产制造等；这两层占比在合同金额的 40% 左右。第三层是行业产品，比如制造业以供应链为核心，金融电信烟草则以管理会计为主，这一部分占比为 30%-40%；第四层是客户产品，是基于前三层基础上为客户提供解决方案，占比为 10%。由于 NC 采取的是直销模式，因此利润率较之 U8 要低。但伴随 NC 客户数量与行业的逐步增多，软件复用率提高，未来毛利率还有进一步提升的空间。

多年来，NC 产品一直在创新和升级的过程中。公司今年发布了 NC 的 6.0 版本在技术和应用架构有很多变化。从技术架构看，新产品支持云计算框架、移动互联网、以及数据存储等。从应用角度上看，可以实现多集团管控、多经营主体（事业部模式）管控；企业动态建模架构（SOA）；在关键重点领域，比如电子商务、供应链、风险内控方面，加大了研发力度。此外，6.0 比较好的支持了私有云的模式，国际化程度较高，可以在欧洲应用。

表 8：用友 NC 产品业务策略

全球化集团管控	1、全球化集团财务管理（含财务、合并报表、全面预算、资金管理）	
	2、集团人力资源管理	
	3、集团采购与资产管理	
	4、集团内控和风险管理	
	5、商业智能和全面绩效管理	
	6、集团业务协同与企业门户	
行业化解决方案	1、综合性集团及政府行业	综合控股集团
	2、集团制造业	钢铁、有色、制药、化工、水泥建材、项目化制造
	3、房地产与建筑行业	建筑、房地产
	4、流通与消费品行业	盐业流通、消费电子、快速消费品、分销类企业
	5、传媒出版行业	广电、出版、报业、发行、创意性产业
	6、煤炭与能源行业	煤炭、电力、石油、石化
	7、金融行业	银行、证券保险、企业年金
	8、电信行业	含邮政
	9、军工行业	11大军工集团
	10、烟草行业	烟草商业、烟草工业
平台化应用集成	1、第三方产品应用集成和整合，如与IBM的中间件，BO的BI，NTT DATA的XBRL	
	2、基于UAP平台的应用集成	
	3、咨询业务：IT规划咨询、应用咨询、信息化部署咨询	
	4、数据服务业务	
	5、系统方案设计、应用方案设计与集成	

资料来源：公司资料，民生证券研究所

NC 在以房地产为代表的流通服务行业得到了很好的应用，从万达地产开始，用友在房地产项目管理领域的优势逐步确立。NC 房地产解决方案涉及到房地产开发的整个生命周期，包括项目立项决策，项目预算、项目日常业务、项目进度管理、合同管理、项目资金管理、项目营销、项目物业管理、商业经营等环节，实现了集团地产对下属公司管理与监控的要求，完成对下属公司财务状况的动态查询与集中控制，实现对各下属公司资金状况的实时监控，同时实现对下级项目公司的项目建设全成本过程的监管，消除了分散式信息化应用数据传输滞后导致集团领导进行科学管理与决策时效性的影响，大大提升了企业管理信息化数据的价值。七年来，用友 NC 房地产在中国拥有了 600 多家大型房地产客户，中国房地产行业 100 强企业，78 家选择 NC 房地产解决方案，全国排名前十的客户，有 90% 选择 NC 房地产解决方案。

图 40：用友 NC 面向房地产行业的综合信息化解决方案

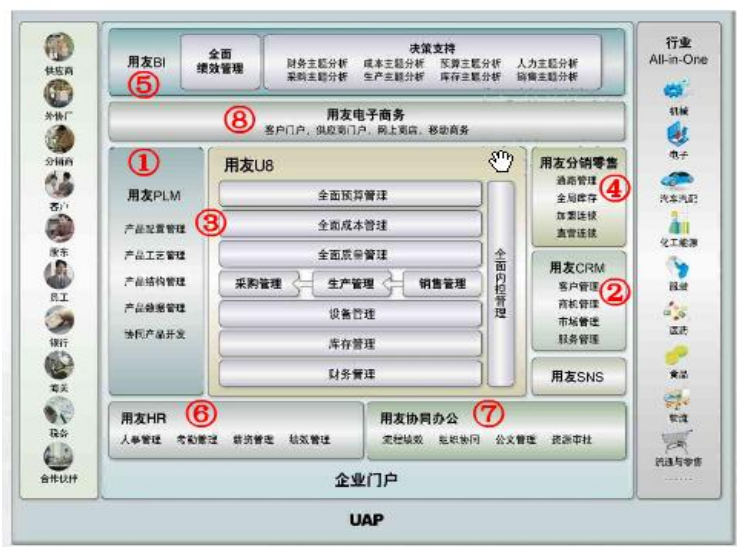


资料来源：公司资料，民生证券研究所

2.2 U8——定位中端客户群，提高分销比重

用友 ERP-U8 企业应用套件是公司面向中小企业的 ERP 普及产品，全国拥有 10 多万家客户。在全面总结、分析、提炼中国中小企业业务运作与管理特性的基础上，针对中小企业不同企业管理层次、不同管理与信息化成熟度、不同应用及行业特性的信息化需求基础上，2010 年 U8 通过整合特博深 CRM、迈特 PLM，以及用友内部自主研发的致远协同办公、用友 U8-HR、用友 BI、用友分销零售等多套软件系统，发布了 U8 All-in-one。All-in-one 目的在于帮助企业实现完整的八大经营管理循环，覆盖十二大行业 200 个细分行业应用，成为中小企业信息化全面解决方案。

图 41：U8 All-in-one 产品架构



资料来源：公司资料，民生证券研究所

图 42：U8 All-in-one 行业架构



资料来源：公司资料，民生证券研究所

发展新型分销伙伴，加大分销力度。目前 U8 有 7-8 个亿的销售收入中，目前分销收入实现占比在 25%左右。由于 U8 的产品化、标准化程度最高，分销的利润率较之直销更大。因此公司还将加大分销力度。除了依赖传统渠道，公司还致力于发展新型伙伴，例如银行、电信运营商等等。为了降低分销难度，公司从产品规划到后台全线支持渠道分销：

（1）从产品解决方案的角度，降低伙伴实施能力的要求；（2）增加从实施到服务的标准化工具；（3）加强合作伙伴规划；（4）提高专业服务的外包能力。

加大总部服务支持力度，增加运维服务收费。（1）从产品设计的角度来解决标准服务的问题；（2）支持服务的产品化、有形化；（3）营销强力推首年服务合同，签服务合同；（4）从总部到代理商，强化支持服务体系；（5）加强客户教育，培养客户意识。

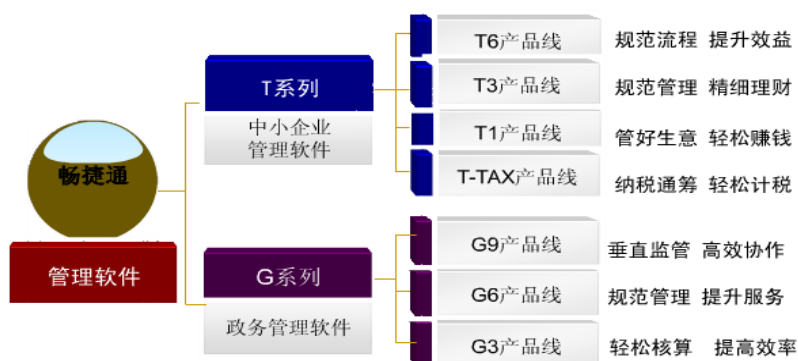
面向中端客户，用友的远期规划是：（1）全面化，从 U8 All-in-One 开始，为用户提供更为完整的解决方案；（2）行业化，针对不同行业用户解决其核心业务需求；（3）平台

化，这是用友为用户解决个性化需求的根基，基于平台不断开发更能满足用户个性需求的组件。

2.3 通——定位低端客户群，做大客户规模

公司自去年3月以“畅捷通”子公司的形式为小企业提供产品及服务。与NC、U8/U9这种解决方案式产品不同，通的产品系列采用的是标准化的软件包的模式，以帮助起步的国内小企业提高管理能力，并意欲借此拓展亚太市场。

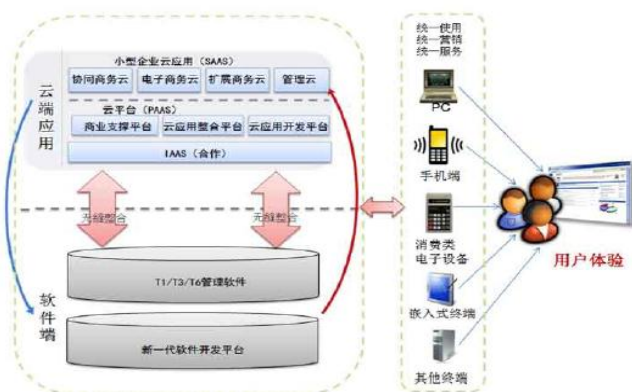
图 43：畅捷通产品体系



资料来源：公司资料，民生证券研究所

畅捷通同样贯彻实施云+端的策略。面向小型企业的畅捷通云服务包括桌面端应用和云端应用两部分，桌面端包含了以畅捷通 T1、T3、T6 系列产品为主的面向传统小型企业的管理软件产品线，云端应用包含了支付、协同商务、电子商务、拓展商务等在线服务。云端应用可以和桌面端应用数据共享且无缝整合，通过云端的服务接入各种终端，使用户得到统一使用、统一维护、统一服务的全新用户体验。例如，用友畅捷通联合中移动推出“移动用友通”业务，以手机方式进行财务、进销存的审批、查询和录入的业务。此业务是以移动互联网和移动通讯为载体的增值服务，使各种经营信息及时通达企业主管，并通过互动完成管理流程，真正实现了实时企业，随时管理，对企业管理的便利性和效率提升发挥积极作用。

图 44：畅捷通云端和桌面

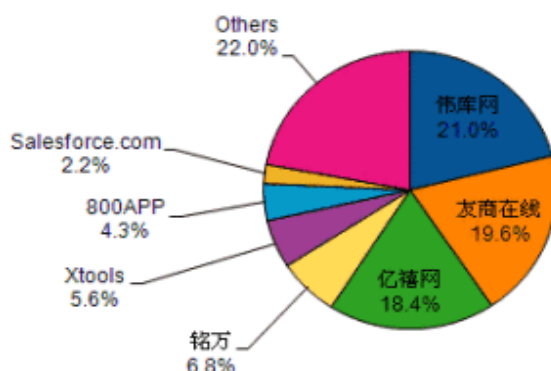


资料来源：公司资料，民生证券研究所

由于软件包和 SaaS 服务的成本相对固定，因此畅捷通的商业模式是基于客户数量的增加和商业复制。分销模式和渠道扩张是“通”产品取得历史成功的关键因素。结合 SaaS 应用，一方面，基于现有 100 万的企业客户端，在其之上展开碎片化的云应用，未来市场前景极为可观。另一方面，通过云模式可以较低成本加大对新客户的覆盖，继续扩大客户规模。

小型企业市场处于高速成长期，软件渗透率有待进一步提高。从渗透率上看，根据易观国际的数据，目前小企业软件平均渗透率约为 15%-20%，市场还处于导入期。预计 2013-2015 年市场步入成熟期，渗透率将达到 50%。从数量上看，中国的小企业的数量和发展机遇都多过欧美等发达国家，而管理基础和规范性则还有较大差距。因此未来 5 年，随着小企业基数的扩大和软件渗透率的提高，针对小企业的管理软件和服务还有巨大的市场空间。

图 45：2010 年管理型 saas 厂商收入市场份额，伟库占 21%



资料来源：易观国际，民生证券研究所

目前国内中小企业软件市场极为分散，主要软件提供商是用友、金蝶、任我行和速达。以全部在用软件的 250 万小企业计，用友的累计市占率接近 30%。而用友未来三年的目标是将这一占有率提高至 60%，用户数量达到 500 万。

畅捷通客户将成为 U8/U9 的客户来源和基础。伴随客户的成长，畅捷通的客户未来就有可能锁定成为 U8/U9 的客户。因此，畅捷通的客户积累对用友而言具有重要意义。

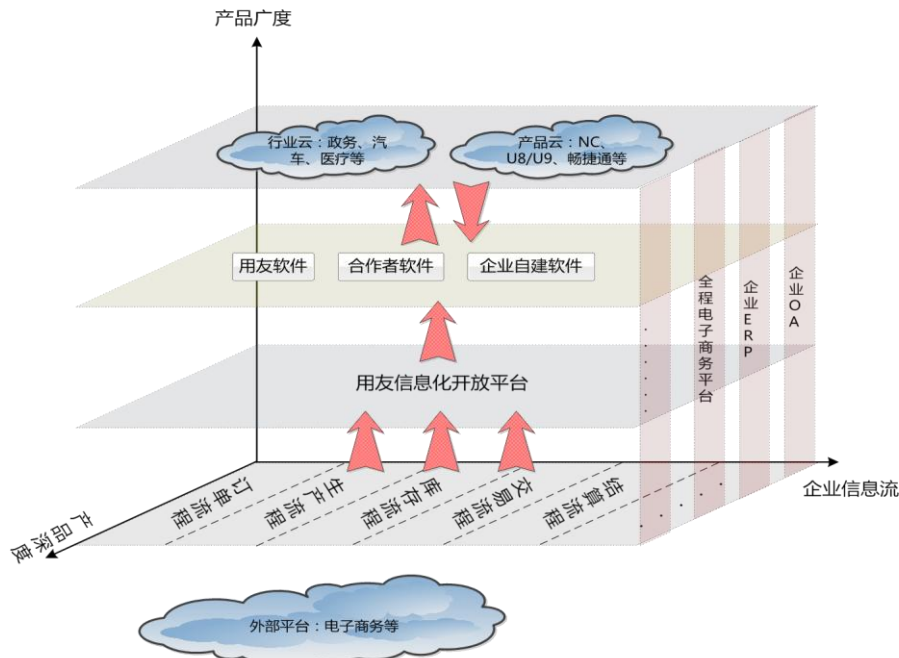
3、用友初步搭建企业信息化平台

企业的信息流是一个完整的闭环体系，当所有的环节均信息化后，信息流的整合对企业的发展具有战略意义。这就是企业信息化从部门级应用上升至企业级应用的过程。

通过多年发展，基于 ERP 和管理软件产品的优势，用友继续向业务前端拓展，已经有效整合了部分行业内企业的内部信息化流程。在企业信息化不断深入的背景下，用友通过 PaaS 开放平台，丰富应用模块，提升企业满意度。在此基础上，通过全程电子商务平台围绕企业内部与外部做更进一步的深化和拓展，从而构建起内外一体化的企业信息化平

台。

图 46：用友初步搭建起企业信息化内部平台，并开始向外延伸



资料来源：民生证券研究所

七、盈利预测与估值

预计 2011-2013 年收入 CAGR 达到 33.37%。（1）NC：随着行业的拓展，预计未来三年 NC 收入将达到 25%-30%左右的增长。随着行业的增多，知识与方法积累加深，毛利率有一定提升空间；（2）U8/U9：公司将把 U9 纳入至中型企业产品线，预计 U8/U9 增长在 35%以上。随着 U8 加大分销力度，以及实施服务的外包，U8 净利润率将稳定上升；（3）T 系列：在畅捷通的运营模式下，通过 SaaS 方式实现低成本覆盖客户，预计未来增长在 35%以上。

预计 2011-2013 年净利润增速分别为 74.4%/30.8%/29.9%，EPS 分别为 0.71/0.93/1.21 元。凭借财务及管理软件领域的既定优势，通过深化行业应用，打通行业产业链，用友已经初步展现企业信息化平台的雏形。基于这种革命性变化，我们认为用友将开启未来快速发展，成为管理软件市场控局者的时代。我们重申此前“强烈推荐”评级。

表 9：收入成本预测

收入成本预测（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
软件销售					
销售收入	1329	1724	2381	3155	4126
增长率	18.26%	29.71%	38.16%	32.49%	30.78%
销售成本	67	102	119	158	206
毛利	1262	1621	2262	2997	3920
毛利率	94.95%	94.05%	95.00%	95.00%	95.00%
占销售额比重	56.62%	57.86%	59.27%	59.09%	58.38%

占主营业务利润比重	64.51%	65.86%	66.95%	66.66%	65.69%
技术服务及培训					
销售收入	764	986	1282	1794	2512
增长率	64.96%	29.04%	30.00%	40.00%	40.00%
销售成本	172	263	320	466	653
毛利	592	722	961	1328	1859
毛利率	77.46%	73.29%	75.00%	74.00%	74.00%
占销售额比重	32.55%	33.09%	31.90%	33.60%	35.54%
占主营业务利润比重	30.25%	29.35%	28.44%	29.53%	31.15%
软件配套用品销售					
销售收入	183	177	229	252	278
增长率	122.58%	-3.60%	30.00%	10.00%	10.00%
销售成本	147.84	149.04	193	212	233
毛利	35	27	37	40	44
毛利率	19.27%	15.57%	16.00%	16.00%	16.00%
占销售额比重	7.80%	5.93%	5.71%	4.73%	3.93%
占主营业务利润比重	1.80%	1.12%	1.09%	0.90%	0.74%
销售总收入（万元）	2347	2979	4018	5339	7067
销售总成本（万元）	391	517	638	843	1100
毛利（万元）	1956	2462	3379	4496	5967
综合毛利率	83.33%	82.64%	84.11%	84.21%	84.43%
收入增长率	40.62%	26.92%	34.88%	32.90%	32.36%

资料来源：民生证券研究所

八、风险提示

公司未来风险主要来自：

- （1）企业管理效率随着规模扩大而降低；
- （2）费用控制不及预期；
- （3）SaaS拓展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,979	4,018	5,339	7,067
减：营业成本	517	638	843	1,100
营业税金及附加	81	109	144	191
销售费用	1,359	1,645	2,145	2,805
管理费用	897	1,191	1,553	2,031
财务费用	(1)	3	17	40
资产减值损失	22	20	20	20
加：投资收益	9	10	10	10
二、营业利润	113	421	627	890
加：营业外收支净额	235	250	250	250
三、利润总额	348	671	877	1,140
减：所得税费用	2	67	88	114
四、净利润	346	604	790	1,026
归属于母公司的利润	332	579	758	984
五、基本每股收益（元）	0.41	0.71	0.93	1.21
主要财务指标				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	184.74	37.49	25.45	17.79
成长能力：				
营业收入同比	26.92%	34.88%	32.90%	32.36%
营业利润同比	-76.4%	271.7%	49.2%	41.8%
净利润同比	-43.64%	74.41%	30.85%	29.9%
营运能力：				
应收账款周转率	4.28	4.26	4.56	4.56
存货周转率	198.97	194.93	200.21	202.03
总资产周转率	0.69	0.82	0.91	0.94
盈利能力与收益质量：				
毛利率	82.6%	84.1%	84.2%	84.4%
净利率	11.1%	14.4%	14.2%	13.9%
总资产净利率 ROA	8.1%	12.4%	13.5%	13.6%
净资产收益率 ROE	13.4%	21.0%	22.1%	22.9%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.17	1.45	1.38	1.51
资产负债率	46.2%	36.4%	41.3%	40.1%
长期借款/总负债	6.8%	8.3%	5.4%	4.5%
每股指标：				
每股收益	0.41	0.71	0.93	1.21
每股经营现金流量	0.60	0.94	0.95	1.26
每股净资产	3.14	3.88	4.85	6.11

资产负债表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,398	1,271	2,136	2,827
应收票据	0	0	0	0
应收账款	880	1,004	1,335	1,767
预付账款	8	10	13	18
其他应收款	80	100	133	177
存货	18	23	30	40
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	2,387	2,412	3,651	4,830
长期股权投资	134	184	234	284
固定资产	532	885	1,219	1,627
在建工程	369	619	819	819
无形资产	388	349	310	271
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,379	2,037	2,582	3,002
资产总计	4,766	4,986	6,749	8,328
短期借款	200	0	746	989
应付票据	0	0	0	0
应付账款	184	223	304	396
预收账款	469	580	717	935
其他应付款	517	600	600	600
应交税费	268	250	260	260
其他流动负债	12	12	12	12
流动负债合计	2,035	1,665	2,639	3,192
长期借款	150	150	150	150
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	150	150	150	150
负债合计	2,200	1,815	2,789	3,342
股本	816	816	816	816
资本公积	666	666	666	666
留存收益	1,045	1,624	2,382	3,366
少数股东权益	40	64	96	138
所有者权益合计	2,566	3,171	3,960	4,986
负债和股东权益合计	4,766	4,986	6,749	8,328
现金流量表				
项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	489	766	775	1,029
投资活动现金流量	(677)	(690)	(640)	(540)
筹资活动现金流量	(34)	(203)	730	202
现金及等价物净增加	(224)	(127)	865	691

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 平台型企业生态系统	4
图 2: 企业各部门应用信息系统的比例	6
图 3: 各行业信息技术应用对比	6
图 4: 2010 年会计核算的信息技术应用深度增幅最大	6
图 5: CCID 预测未来 3 年管理软件市场复合增速达到 17.5%	7
图 6: 参与调查用户企业规模与 ERP 化率（2010）	8
图 7: ERP 系统供应商在样本企业中的渗透排行	8
图 8: 企业用户主要应用的 ERP 模块分布	8
图 9: 企业用户对 ERP 项目的投资规模（2010）	8
图 10: SAP 亚太地区收入增速高于全球增速	9
图 11: 针对中小企业的 intuit 公司金融危机后复苏很快	9
图 12: 用友近年来收入增速保持在 25% 以上	9
图 13: 金蝶 2010 年收入增长超出历史水平	9
图 14: 企业信息化一体化架构	10
图 15: 中国企业信息技术应用阶段划分	11
图 16: 2010 年 ERP 市场份额（用友 28.3%）	12
图 17: 2010 年管理软件市场份额（用友 22.8%）	12
图 18: 不同品牌管理软件主要目标客户定位	12
图 19: 针对不同规模客户，用友已经形成完整的产品线	13
图 20: 用友软件+云服务战略框架	15
图 21: 国外品牌实施服务价值比重	16
图 22: 国内品牌实施服务价值比重	16
图 21: SAP 收入中支持服务占比将近 50%（2010）	16
图 22: 用友服务目前在收入占比只有 34.16%	16
图 23: 主营收入与员工增速一致	17
图 24: 人均产出：用友 VS 金蝶	18
图 25: 人均净利润：用友 VS 金蝶	18
图 26: 从 07 年开始用友一直人员增幅较大	19
图 27: 用友销售人员增速较快	19
图 28: 由于投入加大，费用增速较快	19
图 29: 股份公司新签合同中新老客户占比	19
图 30: 用友构建了开放的 PaaS 平台	20
图 31: 伟库建立全程电子商务服务体系（电子商务+后台管理一整套解决方案）	21
图 32: 伟库面向产业集群的全程电子商务解决方案	22
图 33: 政府资金运动全过程	23
图 34: 用友基于居民健康档案的区域卫生信息平台	25
图 35: 用友基于 EMR 的医院信息平台	26
图 36: 用友健康云构架	27
图 37: 用友汽车云	27
图 38: 用友 NC 面向房地产行业的综合信息化解决方案	30
图 39: U8 All-in-one 产品架构	31
图 40: U8 All-in-one 行业架构	31
图 41: 畅捷通产品体系	32
图 42: 畅捷通云端和桌面	32
图 43: 2010 年管理型 saas 厂商收入市场份额，伟库占 21%	33
图 44: 用友初步搭建起企业信息化内部平台，并开始向外延伸	34

表格目录

表 1: 平台型企业分类.....	5
表 2: 主要管理软件厂商所涉及领域.....	13
表 3: 主要管理软件厂商的产业链定位.....	14
表 4: 主要管理软件厂商的行业分布.....	14
表 6: 用友与金蝶的渠道发展历程.....	17
表 7: 用友 G 系列产品体系.....	24
表 8: 对主要子公司的收入与利润预测.....	28
表 9: 用友 NC 产品业务策略.....	29
表 10: 收入成本预测.....	34

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。3年证券研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。